

# **Osakkeiden lyhyeksimyynnin sääntely ja sääntelyn vaikutukset (*EU:n lyhyeksimyyntiasetus*)**

Helsingin Yliopisto

Kauppaoikeus

Pro gradu- tutkielma

Laatija: Marko Hovi 011304504

Ohjaajat: Mårten Knuts,

Seppo Villa, 2014

## Tiivistelmä

Tiedekunta/Osasto Fakultet/Sektion – Faculty		Laitos/Institution– Department	
Oikeustieteellinen tiedekunta		Yksityisoikeus	
Tekijä/Författare – Author			
Marko Juhani Hovi			
Työn nimi / Arbetets titel – Title			
Osakkeiden lyhyeksi myynnin sääntely ja sääntelyn vaikutukset (EU:n lyhyeksi myyntiasetus)			
Oppiaine /Läroämne – Subject			
Kauppaoikeus			
Työn laji/Arbetets art – Level	Aika/Datum – Month and year	Sivumäärä/ Sidoantal – Number of pages	
Pro gradu	05/2014	75	
Tiivistelmä/Referat – Abstract			
<p>Tutkimuksessa tarkastellaan osakkeiden lyhyeksi myynnin sääntelyä ja sääntelyn vaikutuksia lainopilliselta ja oikeustaloustieteelliseltä näkökulmalta tarkasteltuna. Tutkimuksen taustalla on finanssikriisi 2008-2012, ja siihen liittyneet markkinahäiriöt, joiden seurauksena osakkeiden lyhyeksi myynnin sääntelyä EU- tasolla yhtenäistettiin vuonna 2012 voimaan tulleella EU:n lyhyeksi myyntiasetuksella. Tutkimuskysymyksenä on, millaisia vaikutuksia osakkeiden lyhyeksi myynnin sääntelyllä mahdollisesti on.</p> <p>Tutkimuksessa esitetään keskeiset tekijät osakkeiden lyhyeksi myynnin osalta, kuten lyhyeksi myynnin toimivuus, osakelainaus, markkinoiden tehokkuus ja siihen liittyvät teoriat, käsitteet ja lyhyeksi myynnin yleiset edut ja haitat. Tutkimuksessa esitetään lyhyesti sääntelyteoria, joka toimii tutkimuksessa ylatasona. Keskeisenä osana tutkimuksessa on EU:n lyhyeksi myyntiasetuksen keskeisen sisällön esittäminen, sääntelyn yleisluonteinen tarkastelu kansainvälisesti, EU:n ja Yhdysvaltojen lyhyeksi myynnin sääntelyn vertaileva esittäminen ja EU:n arvopaperimarkkinaviranomaisen ESMA:n tehtävien tarkastelu.</p> <p>Tutkimuskysymyksen eli lyhyeksi myynnin sääntelyn vaikutusten analysointi jakautuu sääntelyn positiivisiin ja negatiivisiin vaikutuksiin. Osakkeiden lyhyeksi myynnin sääntely valmisteltiin ja pantiin täytäntöön kohtuullisen lyhyessä ajassa. Tutkimuksessa todetaan sääntelyn sisällön ja siitä tehtyjen johtopäätösten perusteella, että sääntelyllä on saavutettu selvästi positiivisia vaikutuksia lainsäätäjän tavoitteiden mukaisesti. Positiivisia vaikutuksia ovat mm. seuraavat: osakkeiden selvitysjärjestelmän toimivuus on parantunut, osakkeiden lyhyeksi myyntiin liittyvän informaation lisääminen on parantanut avoimuutta ja läpinäkyvyyttä ja on todennäköisesti pystytty myös vähentämään lyhyeksi myyntiin liittyviä markkinahäiriöitä sekä asetuksen myötä EU:n jäsenmaiden lyhyeksi myynnin sääntely yhtenäistettiin, mikä lisää arvopaperimarkkinoiden luottamusta ja ennakoitavuutta. Osakkeiden lyhyeksi myynnin sääntely on ollut voimassa kohtuullisen lyhyen ajan, joten lopullisten vaikutusten analysointi on vielä ongelmallista. Sääntely voi kuitenkin aiheuttaa joitakin negatiivisia vaikutuksia, joita lainsäätäjä joutuu tulevaisuudessa arvioimaan uudelleen. Yhtenäisen käytännön saavuttaminen vaatii jäsenmailta myös yhtenäistä soveltamista, mikä ei välttämättä ole selvää. Lisäksi sääntelyn vaikutus markkinahäiriöihin ei välttämättä ole yksiselitteistä, ja tämä testataan seuraavassa markkinahäiriötilanteessa. Informaation ja julkistamisen vaatimuksilla on myös mahdollisesti voitu aiheuttaa uusia ongelmia, joita lainsäätäjä joutuu arvioimaan uudelleen. Kysymykseen tulee informaation osalta, että onko liiallisella informaatiolla negatiivisia seurauksia esimerkiksi markkinoiden väärinkäytön osalta. EU:n lyhyeksi myyntiasetus ei sisällä sääntelyä mm. osakeantitalanteiden osalta, toisin kuin Yhdysvalloissa, ja kysymykseen tulee, tuleeko lainsäätäjä tulevaisuudessa arvioimaan sääntelyn tarpeen uudelleen osakeantitalanteiden osalta.</p> <p>Tutkimuksen vaikutusten perusteella esitetään myös ehdotuksia siitä, miten osakkeiden lyhyeksi myynnin sääntelyä tulisi tulevaisuudessa kehittää. Keskeisiä parannusehdotuksia tutkimuksen mukaan ovat mm. se, että sääntelyn ohella tulee huolehtia siitä, että markkinatakaajien asemaa ei ole sääntelyllä heikennetty liikaa, jolloin markkinoiden tehokkuus voi heiketä selvästi. ESMA:n ja jäsenmaiden tulee varmistaa sääntelyn mahdollisimman yhtenäinen soveltaminen, jotta markkinoiden luottamus säilyy. Informaatio- ja julkistamisvelvollisuuksien osalta lainsäätäjä voi joutua harkitsemaan uudelleen sääntelyn sisältöä, jotta negatiivisilta vaikutuksilta välttytään tai niitä pystytään vähentämään.</p> <p>Kokonaisuudessaan tutkimuskysymykseen vastataan jaotteleamalla vaikutukset positiivisiin ja negatiivisiin. Lyhyeksi myynnin yhtenäinen sääntely oli tarpeellinen ja voidaan todeta, että se on myös joiltakin osin onnistunut sille asetetuissa tavoitteissa. Sääntely on ollut voimassa kuitenkin lyhyen ajanjakson, ja siihen saattaa sisältyä kohtia, joita joudutaan tulevaisuudessa harkitsemaan uudelleen.</p> <p>Jatkotutkimuksen kohteena ovat erityisesti tutkimuksessa todettujen negatiivisten vaikutusten jatkotutkimukset sekä EU:n jäsenmaiden vertaileva tutkimus lyhyeksi myynnin sääntelyn soveltamisesta eri jäsenmaissa.</p>			
Avainsanat – Nyckelord – Keywords			
Sääntely, osake, lyhyeksi myynti, osakelainaus, asetus, vaikutus, markkinoiden tehokkuus			
Säilytyspaikka – Förvaringställe – Where deposited			
Helsingin Yliopisto			
Muita tietoja – Övriga uppgifter – Additional information			

## Lähdeluettelo

### Virallislähteet

CFR, Title 17, Chapter II, Part 242, Section 242 (Yhdysvallat)

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 236/2012 lyhyeksi myynnistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimukseen liittyvistä kysymyksistä (*lyhyeksi myyntiasetus*)

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1095/2010 Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen) perustamisesta sekä päätöksen N:o 716/2009/EY muuttamisesta ja komission päätöksen 2009/77/EY kumoamisesta (*ESMA-asetus*)

European Commission, Commission Delegated Regulation on Short Selling and Credit Default Swap – Frequently asked questions, MEMO/12/523, 5.7.2012  
([http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-12-523\\_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-12-523_en.htm?locale=en)), 6.5.2013

ESMA (European Securities and Markets Authority) Ohjeet: Lyhyeksimyynnistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimukseen liittyvistä kysymyksistä annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 236/2012 mukaisesta markkinatakaustoimintaa ja ensimarkkinoilla suoritettavia operaatioita koskevasta poikkeuksesta  
([http://www.esma.europa.eu/system/files/esma2013-74\\_fi.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/esma2013-74_fi.pdf)), 6.5.2013

ESMA (European Securities and Markets Authority): Questions and Answers, Implementation of the Regulation on short selling and certain aspects of credit default swaps. 13.10.2012. ESMA/2012/572.

ESMA – ESMA/2013/214, 12.2.2013, PRESS RELEASE - ESMA seeks feedback for review of the Short Selling Regulation

ESMA – ESMA/2013/649, 3.6.2013 – PRESS RELEASE – ESMA publishes review on impact of short selling regulation ([http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-649\\_press\\_release--esma\\_publishes\\_review\\_on\\_impact\\_of\\_short\\_selling\\_regulation.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-649_press_release--esma_publishes_review_on_impact_of_short_selling_regulation.pdf))

ESMA - Call for Evidence - On the evaluation of the Regulation (EU) 236/2012 of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps. ([http://www.esma.europa.eu/system/files/db\\_response\\_ssr\\_call\\_for\\_evidence.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/db_response_ssr_call_for_evidence.pdf)), 6.5.2013

ESMA - Call for evidence on the evaluation of the Regulation on short selling and certain aspects of credit default swaps, 12.2-15.3.2012, RESPONSES  
(<http://www.esma.europa.eu/consultation/Call-evidence-evaluation-Regulation-short-selling-and-certain-aspects-credit-default-sw#responses>), 6.5.2013

Ehdotus asetukseksi lyhyeksi myynnistä 2010 Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston Asetukseksi lyhyeksi myynnistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimusten osa-alueista (KOM

(2010) 482)

Arvopaperimarkkinalaki 14.12.2012/746 (AML)

Finanssivalvonnan ohjeellinen rikemaksutaulukko

([http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Valvonta/Hallinnolliset\\_seuraamukset/Pages/Rikemaksujen\\_suuruus.aspx](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Valvonta/Hallinnolliset_seuraamukset/Pages/Rikemaksujen_suuruus.aspx)), 6.5.2013

HE 121/2012 Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta

Laki elinkeinotulon verottamisesta 24.6.1968/360 (EVL)

Laki Finanssivalvonnasta 19.12.2008/878

Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 14.12.2012/748

Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624

## **Oikeuskirjallisuus ja muu kirjallisuus**

*Bai, Lynn*; The Uptick Rule of Short Sale Regulation: Can it Alleviate Downward Price Pressure from Negative Earnings Shocks ?, *Rutgers Business Law Journal*, 2008

*Begg, David*: Economics, 9th edition. Berkshire, UK, McGraw-Hill Education.

*Brealey, Richards A., Myers, Stewart C., Allen. Franklin*: Corporate Finance, 8. Edition, New York, 2006

*Bris, Arturo, Goetzmann, William, N, Zhu, Ning*: Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets Around the World, *The Journal of Finance*, Vol LXII, NO:3, June 2007

*Charoenrook, Anchada, Daouk, Hazem*, A Study of Market-Wide Short Selling Restrictions, Working paper, Cornell University, New York, 2009

*D'Avolio, Gene*; The Market for Borrowing Stocks, *Journal of Financial Economics*, Nov 2002, s. 271-306

*Fabozzi, Frank, J.; Mann, Steven V.*, Securities Finance: Securities Lending and Repurchase Agreements, New Jersey, 2005

*Fabozzi, Frank J.*: Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards, New Jersey, 2004

*Fama, E.*, Efficient Capital Markets: A Re-view of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance* 1970, s. 383-416

*Faulkner Mark C.*: An introduction to Securities Lending, 3edition. Spitalfields Advisors Limited, London, UK, 2006

*Fors, Erik Rudow and Hansson, Fredrik: Get Shorty ? Market Impact of the 2008-09 U.K Short Selling Ban, Working Papers N:o 365, University of Gothenburg, June 2009*

*Gruenewald, Seraina, N., Wagner, Alexander, F., Weber, Rolf, H; Emergency Short Selling Restrictions in the Course of Financial Crisis, 2010*

*Helmes, Uwe, Henker, Julia, Henker, Thomas; The Effect of the Ban on Short Selling on Market Efficiency and Volatility, Social Science Research Network, 2009*

*Hirvonen, Ari, Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Yleisen oikeustieteen julkaisuja 17. Helsinki, 2011*

*Husa, Jaakko – Mutanen, Anu – Pohjolainen, Teuvo: Kirjoitetaan juridiikkaa. 2.,uudistettu painos, Helsinki, 2008*

*Jain, Archana Jain, Pankaj, K., McInish, Thomas H., McKenzie, Michael ; Worldwide reach of short selling regulations, Journal of Finance, vol 109, July 2013, s. 177-197*

*Jain, Chinmai, Jain, Pankaj, McInish, Thomas H., Short selling: The impact of SEC Rule 201 of 2010, Financial Review, vol. 47, issue 1, s. 37-64, 2012*

*Kaijala, Ville, Häyrynen, Janne: Uusi arvopaperimarkkinalaki, Helsinki, 2013*

*Karjalainen, Jarkko, Laurila, Olli, Parkkonen, Jarmo: Arvopaperimarkkinalaki, Helsinki 2008*

*Knuts, Mårten: Behövs ett förbud mot short selling på värdepappersmarknaden ?, NTS 2009:1-*

*Lamont, Owen A.; Short Sellers vs. Firms, Yale School of Management and NBER, Yale 2004,*  
[http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/teaching/Advanced\\_Asset\\_Pricing\\_GSB\\_35911\\_Econ\\_39502/lamont\\_go\\_down\\_fighting.pdf](http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/teaching/Advanced_Asset_Pricing_GSB_35911_Econ_39502/lamont_go_down_fighting.pdf)

*Marsch, Ian, W., Niemer, Norman, The Impact Of Short Sales Restrictions, 2008, Funded by ISLA*

*Mähönen, Jukka, Villa, Seppo, Osakeyhtiö I, Yleiset opit, Porvoo 2006*

*Mähönen, Jukka, Villa, Seppo, Osakeyhtiö III, Corporate Governance, 2.uudistettu painos, Juva 2010*

*Määttä, Kalle (1999b): Regulaatioteorian perusteita. Teoksessa Kanninen, Vesa - Määttä, Kalle (toim.), Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 3. Helsinki, 21-42.*

*Määttä, Kalle; Säätelyteoriasta, (<http://www.ulapland.fi/loader.aspx?id=c527d90c-d7e3-4d64-ab18-fb336bb27bdf>)*

*Ogus, Anthony I. (2001a)*: Introduction. Teoksessa Ogus, Anthony I. (ed., 2001): Regulation, Economics and the Law. Cheltenham, UK. Northampton, MA, USA, ix- xviii., 2001

*Siems, Mathias M*, The Foundations of Securities Law, 2008, European Business Law Review Vol. 20, s. 141-171, 2009

### **Sähköiset lähteet:**

<http://app.kauppalehti.fi/news/article/paa uutiset?article=201402624809>

<http://www.arvopaperi.fi/uutisarkisto/kommentti+onko+antti+herlinin+osakelainaus+moraalitonta/a974325>

<http://www.bloomberg.com>

[http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-649\\_press\\_release--esma\\_publishes\\_review\\_on\\_impact\\_of\\_short\\_selling\\_regulation.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-649_press_release--esma_publishes_review_on_impact_of_short_selling_regulation.pdf)

<http://finanssivalvonta.fi>

<http://www.markit.com>

<http://www.morningstar.fi/fi/news/105830/jos-uskoo-historiaa-na-in-osakkeet-tuottavat.aspx>

<http://www.outokumpu.com/fi/sijoittajat/osakeanti/Sivut/default.aspx>

<http://www.reuters.com/article/2008/07/16/us-sec-shortselling-history-idUSN1641520620080716>

<https://www.sec.gov/rules/final.shtml>

<http://www.starweb.fi>

<http://www.taloussanomat.fi/porssi/2008/10/29/porsche-kykytti-vipurahastoja/200828171/170>

### **Muut:**

Haastattelu: Jarkko Järvitalo, Lago Kapital Oy (suomalainen pankkiriippumaton arvopaperilainojen ja arvopaperivakuudellisen rahoituksen välittäjä, [www.lagokapital.fi](http://www.lagokapital.fi)), haastattelu 15.4.2014

Kabin, George, Markit ([www.markit.com](http://www.markit.com)), Outokumpu Oyj osakelainaus v. 2014, kts. liite 3

**Lyhenteet**

ADR	American Deposit Receipt, amerikkalaisen pankin antama todistus amerikkalaiselle osakkeenomistajalle hänen omistamistaan ei-amerikkalaisen yhtiön osakkeista, jotka oikeuttavat osakkeenomistajan nostamaan osingot ja mahdollisen pääomatulon Yhdysvaltain dollareina
AML	Arvopaperimarkkinalaki 14.12.2012/746
BEMH	The Bounded Efficient Market Hypothesis
EMH	Efficient Market Hypothesis (tehokkaiden markkinoiden hypoteesi)
ESMA	Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen
EU	Euroopan unioni
EVL	Laki elinkeinotulon verotuksesta 24.6.1968/360
FIVA	Finanssivalvonta
FSA	The Financial Services Authorities, Britannian arvopaperimarkkinaviranomainen
GDR	Global Deposit Receipt, katso ADR
GESR	Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (ennen ESMA)
NPV	Net Present Value (nettonykyarvo)
NYSE	New York Stock Exchange = New Yorkin pörssi
OYL	Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624
SEC	Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinaviranomainen, the Securities and Exchange Commission

## Sisällysluettelo

Tiivistelmä.....	I
Lähdeluettelo .....	II
Virallislähteet .....	II
Oikeuskirjallisuus ja muu kirjallisuus .....	III
Sähköiset lähteet:.....	V
Muut: .....	V
Lyhenteet .....	VI
Sisällysluettelo .....	VII
 <b>1 Johdanto.....</b>	<b>1</b>
1.1 Tutkielman taustaa .....	1
1.2 Tutkimuksen aihe ja tutkimuskysymys .....	4
1.3 Tutkimusmetodi ja lähdeaineisto .....	5
1.4 Tutkimuksen rakenne .....	6
 <b>2 Lyhyeksimyynänti – määritelmä, keskeiset käsitteet, vaikutukset ja syyt.....</b>	<b>8</b>
2.1 Lyhyeksimyynäntin määritelmä ja keskeiset käsitteet .....	8
2.2 Lyhyeksimyynänti ja tehokkaiden markkinoiden käsite.....	9
2.2.1 Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi ( <i>Efficient Market Hypothesis EMH</i> ) .....	10
2.2.2 <i>The bounded efficient market hypothesis</i> .....	11
2.3 Lyhyeksimyynänti ja osakelainaus .....	12
2.3.1 Osakelainauksen rakenne ja oikeussuhteen sisältö.....	12
2.3.2 Osakelainaus – riskit ja oikeudet .....	14
2.3.3 Osakkeenomistaja ja lyhyeksimyynäntä .....	16
2.3.4 Osakelainaus Suomessa .....	16
2.4 Lyhyeksimyynänti – edut, haitat ja kustannukset .....	17
2.4.1 Lyhyeksimyynäntin edut.....	18
2.4.2 Lyhyeksimyynäntin haitat .....	18
2.4.3 Lyhyeksimyynäntin kustannukset ja tuottovaatimus .....	21
2.5 Lyhyeksimyynänti – perusanalyysi kohteesta.....	21
2.6. Yrityksen johto ja lyhyeksimyynäntä .....	23
 <b>3 Sääntely- eli regulaatioteoria.....</b>	<b>25</b>
3.1 Yleistä.....	25
3.2 Sääntelyteorian jaottelu ja funktiot .....	25
3.3 Sääntelyn syyt ja tavoitteet.....	26
3.4 Sääntelyteoria ja lyhyeksimyynäntin sääntely .....	28
 <b>4 Lyhyeksimyynänti – lainsäädäntö ja sääntely .....</b>	<b>29</b>
4.1 Taustaa .....	29
4.2 Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen ( <i>ESMA</i> ) .....	30



4.2.1 Euroopan finanssivalvontajärjestelmän uudistuminen .....	30
4.2.2 ESMA:n keskeinen toimivalta ja tehtävät.....	31
4.2.3 ESMA:n toimivalta - kansalliset viranomaiset ja finanssimarkkinoiden toimijat.....	32
4.2.4 ESMA ja lyhyeksi myynnin sääntely.....	33
4.3 Lyhyeksi myynnin sääntelyn edut ja haitat .....	33
4.4 EU- lyhyeksi myyntiasetus.....	35
4.4.1 Yleistä.....	35
4.4.2 EU-lyhyeksi myyntiasetuksen keskeinen sisältö .....	36
4.5 Kansallinen lainsäädäntö – laki Finanssivalvonnasta .....	42
<b>5 Sääntely ja kansainvälinen vertailu.....</b>	<b>44</b>
5.1 Kansainvälinen yleiskatsaus.....	44
5.2 Pohjoismaat ja EU .....	46
5.3 EU vs. Yhdysvallat.....	46
5.3.1 Keskeiset yhtäläisyydet.....	47
5.3.2 Erot.....	49
<b>6 Lyhyeksi myynnin sääntelyn vaikutukset.....</b>	<b>53</b>
6.1 Yleistä.....	53
6.2 Positiiviset vaikutukset.....	54
6.2.1 Osakkeiden selvitys.....	54
6.2.2 Markkinahäiriöt ja markkinoiden toimivuus .....	56
6.2.3 Avoimuus ja läpinäkyvyys .....	57
6.2.4 Yhtenäinen sääntely.....	58
6.3 Negatiiviset vaikutukset .....	60
6.3.1 Markkinoiden toimivuus ja tehokkuus .....	60
6.3.2 Informaatio- ja tiedonantovelvollisuus .....	62
6.3.3 Lyhyeksi myynti ja osakeanti.....	66
<b>7 Sääntelyn kehittäminen .....</b>	<b>68</b>
<b>8 Yhteenveto ja johtopäätökset.....</b>	<b>71</b>

# 1 Johdanto

## 1.1 Tutkielman taustaa

Arvopaperimarkkinoilla ilmeni poikkeuksellisia markkinaliikkeitä ja arvopaperien hintavaihteluita kansainvälisen finanssikriisin alkuvaiheesta 2008 lähtien. Arvopaperimarkkinoiden poikkeuksellisten markkinaliikkeiden ja hintavaihteluiden eräänä syynä pidettiin arvopapereiden lyhyeksimyynsiä. Finanssikriisin yhteydessä eri maiden toimivaltaiset viranomaiset asettivat erilaisia lyhyeksimyynnin kieltoja ja rajoitteita mm. Yhdysvalloissa, Iso-Britanniassa ja Ranskassa. Poikkeukselliset markkinaliikkeet ja lyhyeksimyynni kohdistuivat erityisesti finanssisektoriin, ja uhkana oli jopa maailmanlaajuinen systeemiriski.

Lyhyeksimyynnin arvellaan yleisesti kiihdyttävän arvopaperin arvon alenemista ja aiheuttavan täten poikkeuksellisia markkinaliikkeitä.<sup>1</sup> Poikkeukselliset markkinaliikkeet levisivät osakkeista myös valtionlainoihin ja luottoriskinvaihtosopimuksiin. Finanssikriisi ja siihen liittyneet poikkeukselliset markkinaliikkeet nostivat esille tarpeen yhtenäisen ja kaikissa EU:n jäsenmaissa sovellettavan lyhyeksimyynsiä koskevan sääntelyn aikaansaamiseksi. Lyhyeksimyynnin sääntely ja valvonta olivat epäyhtenäisiä eri jäsenmaiden välillä, ja finanssikriisi osoitti tarpeen yhtenäistä sääntelyä ja valvontaa jäsenmaiden kesken ja tehostaa arvopaperivalvontaviranomaisten yhteistyötä. Arvopapereiden lyhyeksimyynsiä koskeva *EU:n lyhyeksimyynniasetus*<sup>2</sup> (jäljempänä *lyhyeksimyynniasetus*) tuli voimaan maaliskuussa 2012, ja asetusta on sovellettu 1.11.2012 lähtien. Lyhyeksimyynniasetuksen täytäntöön panemiseksi tehtiin myös kansallisessa lainsäädännössä muutoksia, sillä lakiin Finanssivalvonnasta tehtiin muutoksia, jotka astuivat voimaan 1.11.2012.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 236/2012, lyhyeksimyynnistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä (*EU- lyhyeksimyynniasetus*), L86/1

<sup>2</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 236/2012, lyhyeksimyynnistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä (*EU- lyhyeksimyynniasetus*),

<sup>3</sup> HE 121/2012 Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta

Lyhyeksimyynti ei ole pelkästään viimeisten vuosien tai vuosikymmenten ilmiö, sillä lyhyeksimyyntin historia johtaa todistettavasti 1600- alun Hollantiin. Hollantilainen liikemies Isaac Le Maire myi lyhyeksi sijoittajajoukon kanssa hollantilaisen *The Dutch East India Co:n* osakkeita ja ansaitsi lyhyeksimyyntillä voittoja.<sup>4</sup> Osakkeiden lyhyeksimyyntin sääntelyn historian voidaan katsoa saaneen alkunsa myös Hollannista, jossa vuonna 1610 asetettiin historian ensimmäinen lyhyeksimyyntin kielto, kun kyseisen hollantilaisen yhtiön *The Dutch East India Co:n* pyynnöstä oli Amsterdamin pörssiltä vaadittu lyhyeksimyyntinkieltä, kun kyseiset sijoittajat olivat tehneet lyhyeksimyyntillä merkittäviä voittoja. Merkittäviä muita lyhyeksimyyntin historiaan liitettäviä sääntelytoimenpiteitä ovat mm. vuonna 1733 Englannin asettama kattamattoman lyhyeksi myyntin kielto, USA:n vuoden 1929 pörssiromahduksen seuraukset ja rajoitukset sekä vuonna 2008 alkaneen finanssikriisin vaikutukset lähes maailmanlaajuisesti arvopaperien lyhyeksi myyntin sääntelyyn.<sup>5</sup>

Osakkeiden lyhyeksimyyntiä on tutkittu erityisesti oikeustaloustieteessä ja puhtaasti taloustieteessä useiden vuosikymmenien ajan. Lyhyeksimyynti on jakanut tiedeyhteisön ja arvopaperimarkkinoilla toimivat osapuolet usein selkeästi lyhyeksimyyntin kannattajiin ja vastustajiin. Kannattajat pitävät lyhyeksimyyntillä saavutettavia etuja suurempina kuin haittoja, ja vastaavasti vastustajat pitävät lyhyeksimyyntin haittoja suurempina kuin siitä saavutettavia etuja. Lyhyeksimyyntillä on eri tutkimuksissa havaittu olevan sekä positiivisia että negatiivisia vaikutuksia. Arvopaperimarkkinoilla toimivista suursijoittajista voidaan mainita mm. yhdysvaltalainen suursijoittaja Warren Buffett, joka on suhtautunut lähtökohtaisesti positiivisesti lyhyeksimyyntiin, vaikka Warren Buffett on pitkäaikainen sijoittaja (*long-only investor*).<sup>6</sup> Kone Oyj:n suuromistaja Antti Herlin on lainannut Kone Oyj:n osakkeita lyhyeksi myyjille, eikä pidä lyhyeksimyyntiä edes omalle yhtiölleen haitallisena.<sup>7</sup> Vastaavasti Suomen suurimpiin sijoittajiin kuuluvat työeläkeyhtiöt Ilmarinen ja Varma ovat ilmoittaneet finanssikriisin jälkeen, että eivät enää lainaa suomalaisia osakkeitaan tai ainakin rajoittavat massiivista osake-

---

<sup>4</sup> Bris, Arturo, Goetzmann, William, N, Zhu, Ning: Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets Around the World, *The Journal of Finance*, Vol LXII, NO:3, June 2007, s. 1029

<sup>5</sup> *Knuts, Mårten*: Behövs ett förbud mot short selling på värdepappersmarknaden ?, NTS 2009:1-, s.60

<sup>6</sup> <http://www.reuters.com/article/2008/07/16/us-sec-shortselling-history-idUSN1641520620080716>

<sup>7</sup> <http://www.reuters.com/article/2008/07/16/us-sec-shortselling-history-idUSN1641520620080716>

<sup>7</sup> <http://www.arvopaperi.fi/uutisarkisto/kommentti+onko+antti+herlinin+osakelainaus+moraalitonta/a974325>

lainausta.<sup>8</sup> Osakelainausta on olennainen osa lyhyeksimyynnissä, ja osakelainausta tarkastellaan myöhemmin erikseen.

Lyhyeksimyynnin yleisesti tunnustettuja vaikutuksia tarkastellaan erikseen toisessa luvussa. Lyhyeksimyynnin kannattajat esittävät, että osakkeiden lyhyeksimyyni parantaa markkinoiden tehokkuutta ja hillitsee yliarvostusten syntymistä. Vastaavasti lyhyeksimyynnin negatiivisina vaikutuksina pidetään yleisesti spekulatiivisten ja voimakkaiden hintavaihteluiden lisääntymistä sekä arvopaperimarkkinoiden luotettavuuden heikentymistä esimerkiksi selvitysjärjestelmälle aiheutuvien riskien vuoksi.

Finanssikriisi 2008-12 osoitti alkuvaiheessaan, että sääntely oli jäänyt arvopaperimarkkinoiden kehityksestä jälkeen erityisesti riskien arvioimisessa ja jäsenmaiden yhtenäisen sääntely- ja valvontajärjestelmien luomisessa ja soveltamisessa. Tämän seurauksena mm. *Euroopan arvopaperiviranomaisen* ESMA:n<sup>9</sup> rooli uusiutui, ja ESMA:n toimivalta kasvoi mm. teknisten täytäntöönpanostandardien osalta.<sup>10</sup> Lyhyeksimyyniä koskevan sääntelyn osalta voidaan pohdita myös Euroopan arvopaperimarkkinavalvontaviranomaisen ESMA:lle asetettujen tavoitteiden suhdetta keskenään. ESMA:n tavoitteena on arvopaperimarkkinoiden riskien tunnistaminen ja sääntelevä, mutta toisaalta arvopaperimarkkinoiden tehokkuuden ja toiminnallisuuden turvaaminen ja kehittäminen.<sup>11</sup> Lyhyeksimyynnin vaikutusten analysoinnissa lainsäätäjällä on joutunut pohtimaan tasapainotilaa osittain ristiriitaisten tavoitteiden kesken. Lyhyeksimyyniä koskevan sääntelyn osalta lainsäätäjälle oli lisäksi kohtuullisen nopea aikataulu, mikä toi lisähaasteita lainsäätäjälle. Erikoispiirteinä lyhyeksimyyniä koskevan sääntelyn luomiselle on syytä tiedostaa, että finanssikriisin yhteydessä erityisesti finanssisektorin osakkeet olivat poikkeuksellisten markkinaliikkeiden kohteena ja lyhyeksimyynien suosiossa, mikä lisäsi systeemiriskin todennäköisyyttä. Toisaalta lainsäätäjän toimintaa arvioitaessa voidaan kysyä, olisiko lyhyeksimyyniä koskeva sääntely ilman finanssisektoriin kohdistuvia riskejä ja uhkia edes syntynyt, erityisesti kyseisessä aikataulussa.

<sup>8</sup> [app.kauppalehti.fi/news/article/paauutiset?article=201402624809](http://app.kauppalehti.fi/news/article/paauutiset?article=201402624809)

<sup>9</sup> ESMA perustettiin CESR:n tilalle vuonna 2011

<sup>10</sup> *Kaijala, Ville, Häyrynen, Janne: Uusi arvopaperimarkkinalaki*, Helsinki, 2013, s. 23-30

<sup>11</sup> *Kaijala, Ville, Häyrynen, Janne: Uusi arvopaperimarkkinalaki*, Helsinki, 2013, s. 23-30

Tutkimuksessa ja tutkimuskysymyksen asettelussa keskeisessä asemassa toimii sääntely- eli regulaatioteoria. Tämän vuoksi on olennaista, että tutkimuksessa käsitellään sääntelyteoriaa, jotta voidaan analysoida sääntelyn vaikutuksia ja lainsäätäjän tavoitteita sekä pohtia niiden onnistumista ja sääntelyn kehittämistarpeita. Sääntelyteoria toimii tutkimuksessa ylatasona, jonka puitteissa tarkastellaan tutkimuksen eri osia . Tutkimuksessa käytetään yleisesti termiä lainsäätävä, jolla tarkoitetaan tutkimuksessa lyhyeksimyynnin osalta kaikkia niitä elimiä, jotka osallistuvat sääntelyn valmisteluun, varsinaiseen lainsäädäntöön, toimeenpanoon ja valvontaan.<sup>12</sup>

Tämä tutkielman aiheena on finanssikriisiin (2008-) seurauksena syntyneen Euroopan tasoisien lyhyeksimyyntiä koskevan sääntelyn ja sen mahdollisten vaikutusten tarkastelu. Huomioitavaa on, että ennen lyhyeksimyntiasetuksen voimaantuloa ei lyhyeksimyntiä säännelty Suomessa.<sup>13</sup> Lyhyeksimyynnin sääntelyssä esiintyy useita oikeudenaloja, kuten EU- oikeus, arvopaperimarkkinaoikeus, hallinto-oikeus, rikosoikeus, oikeustaloustiede ja vero-oikeus, ja niiden roolit ja päällekkäisyys, mutta tutkimuksessa korostuu erityisesti EU-oikeuden, arvopaperimarkkinaoikeuden ja oikeustaloustieteen rooli. Lyhyeksimyynnin hahmottamisen kannalta on tärkeää liittää tutkimukseen myös taloustiede ja rahoitusteoria, jotka ovat keskeisessä asemassa arvopaperimarkkinoiden tehokkuuden ja toimivuuden arvioinnissa.

## 1.2 Tutkimuksen aihe ja tutkimuskysymys

Tämän tutkimuksen aiheena on tarkastella osakkeiden lyhyeksimyynnin sääntelyä ja sen vaikutuksia. Lyhyeksimyntiasetus koskee rahoitusvälineitä laajasti (mm. osakkeet, luottoriskinvaihtosopimukset, valtionlainat), mutta tämä tutkimus on rajattu tarkastelemaan osakkeiden lyhyeksimyntiä ja niiden sääntelyä.<sup>14</sup> Tutkimuksessa tarkastellaan asetuksen keskeinen sisältö, erityisesti osakkeiden lyhyeksimyynnin osalta. Tutkimuksen lähtökohtana on asetuksen keskeisen sisällön oikeusdogmaattinen eli lainopillinen tulkinta, joka antaa perustan sääntelyn vaikutusten analysoinnille. Tutkimuksen lainopillisen tulkinnan edellytyksenä on myös Eu-

---

<sup>12</sup> Kts. luku 4

<sup>13</sup> *Kaijala, Ville, Häyrynen, Janne: Uusi arvopaperimarkkinalaki*, Helsinki, 2013, s. 526

<sup>14</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 236/2012, lyhyeksimyynnistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä (*EU- lyhyeksimyntiasetus*)

roopan tasoisen sääntelyn ja viranomaisten roolien kehittymisen tarkastelu finanssikriisin yhteydessä. Lyhyeksimyynnin sääntelyn ja sen vaikutusten analysoinnin kannalta on tärkeää perustella yleisesti aiemmin oikeustieteessä ja oikeustaloustieteessä tutkitut lyhyeksimyynnin edut ja haitat.

Keskeinen tutkimuskysymys on, millaisia vaikutuksia EU:n lyhyeksimyynnin sääntelyllä mahdollisesti on lainopin, sääntelyn ja oikeustaloustieteen näkökulmasta tarkasteltuna. Tutkimuskysymyksen tavoitteena on selvittää, millaisia positiivisia ja negatiivisia vaikutuksia lyhyeksimyynnin sääntelyllä on. Tutkimuksessa sääntelyn vaikutuksia pyritään tarkastelemaan erityisesti lainsäädännön ja arvopaperimarkkinoilla toimivien osapuolten näkökulmasta. Keskeisessä asemassa tutkimuksessa ovat arvopaperimarkkinoilla toimivat osapuolet, kuten sääntelyyn liittyvät elimet ja valvontaviranomaiset, keskusvastapuolet ja sijoittajat. Tässä tutkimuksessa käytetään yleisesti termiä sijoittajat, joilla tarkoitetaan arvopaperimarkkinoilla toimivia luonnollisia henkilöitä tai oikeushenkilöitä, jotka ostavat ja myyvät arvopapereita arvopaperimarkkinoilla. Tutkimuksen tavoitteena on arvioida tehtyjen johtopäätösten avulla lyhyeksimyynnin sääntelyn tavoitteiden täyttymistä. Lisäksi tutkimuksessa pohditaan vaikutusten perusteella, miten lyhyeksimyynnin sääntelyä tulisi tulevaisuudessa mahdollisesti kehittää.

### 1.3 Tutkimusmetodi ja lähdeaineisto

Tutkimusmetodilla tarkoitetaan yleisesti tieteellistä tutkimusmenetelmää. Oikeustieteessä, kuten muissakin tieteissä, tutkimusmetodin valintaan vaikuttavat mm. tutkimuskohde ja se, mitä tutkimuksessa pyritään selvittämään. Oikeustieteelle tyypillistä on eri metodien avoimuus, mutta tutkimuskohteen valinta määrittelee pitkälti myös valitun metodin.<sup>15</sup> Tässä tutkimuksessa käytetään pitkälti oikeusdogmaattista eli lainopillista tutkimusmenetelmää, jonka avulla lyhyeksimyynnin sääntelyyn liittyy tulkinnallinen näkökulma. Tutkimuksessa hyödyn-

---

<sup>15</sup> Hirvonen, Ari, Mitkä menetit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Yleisen oikeustieteen julkaisuja 17. Helsinki, 2011, s. 4-9, Husa, Jaakko – Mutanen, Anu – Pohjolainen, Teuvo: Kirjoitetaan juridiikkaa. 2., uudistettu painos. Helsinki, 2008, s. 28

netään myös oikeustaloustieteellistä tutkimusmetodia, erityisesti lyhyeksimyynnin vaikutuksia ja tehokkaiden markkinoiden käsitettä koskevassa osassa. Osakkeiden lyhyeksimyynnin sääntelyn vaikutusten analysoinnissa hyödynnetään myös oikeustaloustieteeseen sisältyvää empiiristä tutkimusta rajoitusten ja kieltojen vaikutuksista. Kolmantena tutkimusmetodina voidaan mainita lisäksi oikeusvertailu, mutta oikeusvertailu on tutkimuksessa sivuosassa ja tukee tutkimuksessa muita metodeja.

Tutkimuksen lähdeaineisto muodostuu oikeustieteellisestä, oikeustaloustieteellisestä kirjallisuudesta, lainsäädäntöaineistosta, aihetta koskevista tieteellisistä artikkeleista sekä empiiristä tutkimuksista. Lyhyeksi myyntiä koskeva oikeustieteellinen kirjallisuus on hyvin vähäistä, mikä johtuu pitkälti sääntelyn historian nuoresta iästä, aiheen hyvin erikoisluonteisesta alasta ja oikeuskäytännön vähyydestä. Keskeisessä asemassa tutkimuksen lähdeaineistossa ovat lainsäädäntöaineisto, lähinnä lyhyeksimyntiasetus ja siihen liittyvät valmistelu- ja valvontalähteet sekä erilaiset ESMA:n tekemät lausunnot, suositukset, tutkimukset ja tiedustelut. Lyhyeksi myyntiä koskevan tutkimuksen lähdeaineistoon kuuluvat myös olennaisesti oikeustaloustieteellinen kirjallisuus, artikkeliaineisto sekä erilaiset empiiriset tutkimukset ja niistä julkaistut artikkelit.

## **1.4 Tutkimuksen rakenne**

Tutkimus koostuu kahdeksasta eri pääluvusta. Ensimmäisen johdanto-osuuden jälkeen toisessa luvussa esitetään lyhyeksimyynnin määritelmä ja keskeiset käsitteet. Toisessa luvussa esitetään käytännössä lyhyeksimyynnin rakenne ja toimivuus, sekä lyhyeksimyynnin kannalta keskeiset tekijät, kuten osakkeiden lainaus. Luvussa esitetään myös lyhyeksimyynnin kannalta keskeisessä roolissa oleva tehokkaiden markkinoiden käsite ja lyhyeksi myynnin keskeiset edut ja haitat. Toisen luvun rakenne on pitkälti oikeustaloustieteellistä tarkastelua, joka luo edellytykset sääntelyn lainopilliselle tulkinnalle ja vaikutusten analysoinnille.

Kolmannessa luvussa esitetään sääntely- eli regulaatioteorian keskeiset seikat erityisesti lyhyeksimyntiin liittyvän sääntelyn taustat ja tekijät huomioiden. Neljännessä luvussa esitetään lyhyesti EU:n rahoitusmarkkinoiden kannalta keskeiset sääntelyn mekanismit ja tärkeiden

viranomaisten kuten Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen ESMA:n rooli sääntelyssä ja sen valvonnassa. Lisäksi luvussa esitetään lyhyesti kansallisen viranomaisen eli Suomessa Finanssivalvonnan rooli lyhyeksimyynnin sääntelyssä ja sen valvonnassa. Neljännen luvun keskeinen tarkastelu lyhyeksimyyntiasetuksen sisältö, erityisesti osakkeiden näkökulmasta tarkasteltuna. Tarkastelu perustuu oikeusdogmaattiseen eli lainopilliseen tulkintaan.

Viidennessä luvussa tarkastellaan lyhyesti lyhyeksimyynnin sääntelyn kansainvälinen tilanne osalta, ja lisäksi suoritetaan osakkeiden lyhyeksimyynnin sääntelyn vertailua EU:n ja Yhdysvaltojen välillä. Oikeusvertailulla ei ole pääfunktiota tutkimuksessa, mutta sääntelyn vaikutusten ja kehittämistarpeiden analysoimisen kannalta on tärkeää hahmottaa EU:n ja Yhdysvaltojen keskeiset erot ja syyt.

Kuudes luku muodostaa tutkimuksen osan, jonka tavoitteena on vastata tutkimuskysymyksiin. Kuudennessa luvussa analysoidaan lyhyeksimyynnin sääntelyn positiivisia ja negatiivisia vaikutuksia ja sääntelyyn mahdollisesti liittyviä ongelmia. Tutkimuksessa tarkastellaan vaikutuksia erityisesti lainsäätäjän ja arvopaperimarkkinoilla toimivien osapuolten (sijoittajat, keskusvastapuolet, osakkeiden lainaaja jne.) näkökulmasta. Tutkimuksen seitsemännessä luvussa esitetään tutkimuksen vaikutusten perusteella tehdyt ehdotukset siitä, miten lyhyeksimyynnin sääntelyä tulisi kehittää tulevaisuudessa, jotta sääntelyn negatiivisia vaikutuksia pysytään vähentämään tai muutoin kehittämään lyhyeksimyynnin sääntelyä tulevaisuudessa.

Tutkimuksen viimeisessä eli kahdeksannessa luvussa esitetään tutkimuksen yhteenveto ja johtopäätökset. Viimeinen luku luo myös edellytykset ja lisätutkimuskysymykset mahdolliselle jatkotutkimukselle.



## 2 Lyhyeksimyynti – määritelmä, keskeiset käsitteet, vaikutukset ja syyt

Tässä luvussa tarkastellaan lyhyeksimyyntin määritelmä ja keskeiset käsitteet, lyhyeksimyyntin sääntelyn kannalta keskeinen tehokkaiden markkinoiden- käsite, osakelainauksen rakenne, keskeiset tekijät ja riskit, lyhyeksimyyntin edut ja haitat, lyhyeksimyyjän perusanalyysi sekä lyhyeksimyyjän ja osakkeenomistajan suhde. Luvun tarkastelu on pitkälti oikeustieteellinen.

### 2.1 Lyhyeksimyyntin määritelmä ja keskeiset käsitteet

Lyhyeksimyyntillä tarkoitetaan sitä, että sijoittaja (luonnollinen henkilö tai oikeushenkilö) myy arvopaperin, jota hän ei omista. Sijoittajan tarkoituksena on ostaa kyseinen arvopaperi takaisin ja hyötyä mahdollisesta erosta myynti- ja ostohinnan välillä.<sup>16</sup> Lyhyeksimyyntissä sijoittajan tarkoituksena on hyötyä siitä, että arvopaperin hinta laskee. Sijoittaja voi lyhyeksimyyntissä hyötyä, kun hän myy arvopaperin ilman omistusta ja ostaa kyseisen arvopaperin alhaisemmalla hinnalla takaisin verrattuna myyntihintaan. Lyhyeksimyyntissä on huomioitava, että sijoittajan voitto on rajoitettu, ja vastaavasti tappio voi teoriassa olla rajoittamaton tai hyvinkin suuri, mikäli arvopaperin hinta nousee merkittävästi verrattuna myyntihintaan.<sup>17</sup> Lyhyeksimyyntin mahdollista tuottopotentiaalia voidaan kuvailla seuraavan esimerkin avulla: sijoittaja myy lyhyeksi osakkeen X hintaan 10 euroa. Osakkeen X hinnan laskettua hintaan viisi euroa sijoittaja ostaa osakkeen X takaisin, jolloin hän tekee voittoa viisi euroa/osake (10 EUR - 5 EUR = 5 EUR). Toisessa vaihtoehdossa osakkeen X hinta nousee 15 euroon, jolloin sijoittaja päättää ostaa osakkeen takaisin, ja täten sijoittajan tappio on viisi euroa (10 EUR - 15 EUR = - 5 EUR). Lyhyeksimyyntin riskiä kuvaa tilanne, jossa osakkeen X hinta nousee merkittävästi esimerkiksi positiivisen uutisen vuoksi (yritysosto, positiivinen tulosvaroitusta

<sup>16</sup> HE 121/2012 Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta, YLEISPERUSTELUT

<sup>17</sup> Fabozzi, Frank J.: Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards, New Jersey, 2004

HE 121/2012 Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta

jne.) esimerkiksi 50 euroon. Tällöin lyhyeksiimyyneen sijoittajan tappio on peräti 40 euroa (10 EUR – 50 EUR = -40 EUR).

Lyhyeksiimyyntin käsitteissä määritetään talous- ja oikeustieteessä katettu lyhyeksiimyynti (*covered short*) ja kattamaton lyhyeksiimyynti (*naked short*).<sup>18</sup> Katettu lyhyeksiimyynti on ky-symyksessä silloin, kun sijoittaja on ennen arvopaperin myymistä ilman omistusta lainannut tai muulla tavalla varmistanut, että hänellä on toimittava kyseinen arvopaperi selvityspäivänä. Kattamaton lyhyeksiimyynti on kyseessä silloin, kun sijoittaja myy arvopaperin ilman sen omistusta, ja lisäksi ei ole ennen myymistä lainannut tai muulla tavalla varmistanut, että voi toimittaa arvopaperin kaupan selvityspäivänä.<sup>19</sup> Kattamatonta lyhyeksiimyyntiä on pidetty erityisen haitallisena, ja lisäksi kattamaton lyhyeksiimyynti lisää arvopaperimarkkinoiden riskejä.<sup>20</sup>

## 2.2 Lyhyeksiimyynti ja tehokkaiden markkinoiden käsite

Lyhyeksiimyyntin ja sen sääntelyn tavoitteisiin ja vaikutuksiin liittyy läheisesti markkinoiden tehokkuus ja tehokkaiden markkinoiden hahmottaminen. Lyhyeksiimyntiasetuksen ja sen esitöissä todettiin, että sääntelystä huolimatta asetuksen tavoitteena on arvopaperimarkkinoiden tehokkuuden säilyminen.<sup>21</sup> Arvopaperimarkkinoiden tehokkuudella on yhteys arvopaperimarkkinoiden toimintaan. Yleisesti voidaan todeta, että lyhyeksiimyyntillä siirretään informaatiota tehokkaammin markkinoille, ja täten tehostetaan tietyn osakkeen hinnanmuodostukseen. Lyhyeksiimyyntin ja sen vaikutusten analysoimisen kannalta on tärkeää hahmottaa markkinoiden tehokkuuden teoriaa, ja seuraavassa tarkastellaan tehokkaiden markkinoiden teoriaa.<sup>22</sup>

<sup>18</sup> Fabozzi, Frank J.: *Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards*, New Jersey, 2004, HE 121/2012 Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta

<sup>19</sup> HE 121/2012 Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta

<sup>20</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 236/2012, lyhyeksiimyyntistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä (*EU- lyhyeksiimyntiasetus*), L86/3 (18)

<sup>21</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 236/2012, lyhyeksiimyyntistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä (*EU- lyhyeksiimyntiasetus*), Ehdotus asetukseksi lyhyeksiimyyntistä 2010 Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston Asetukseksi lyhyeksiimyyntistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimusten osa-alueista (KOM (2010) 482

<sup>22</sup> Fabozzi, Frank J.: *Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards*, New Jersey, 2004, s. 91, Fama, E., *Efficient Capital Markets: A Re-view of Theory and Empirical Work*, *Journal of Finance* 1970, s. 383-416

### 2.2.1 Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi (*Efficient Market Hypothesis EMH*)

Markkinoiden tehokkuutta voidaan yleisesti tarkastella sen mukaan, miten sijoitusinformaatio on hyödynnettävissä markkinoilla. Tunnetuimpia markkinoiden tehokkuutta tarkastelevia tutkimuksia ja tehokkaiden markkinoiden puolustajia on *E. Fama* vuonna 1970 julkaisema tehokkaiden markkinoiden hypoteesi (*Efficient Market Hypothesis, jäljempänä EMH*).<sup>23</sup> Fama jakoi markkinat kolmeen eri luokkaan tehokkuuden mukaan eli heikkoon, keskivahvaan ja vahvaan tehokkuuteen. Heikko tehokkuus tarkoittaa sitä, että osakkeen aiemmasta kaupan käyntihistoriasta ei voi ennustaa tulevaisuuden kurssikehitystä. Keskivahvan tehokkuuden käsite tarkoittaa vastaavasti sitä, että kaikki julkinen informaatio on hinnoiteltu osakkeen hinnassa. *EMH*:n vahvin muoto tarkoittaa vastaavasti sitä, että kaikki mahdollinen informaatio eli myös sisäpiiritieto on hinnoiteltu osakkeen hinnassa.<sup>24</sup>

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin heikon muodon mukaan teknisestä analyysistä ei ole mitään hyötyä, koska menneellä tuottohistorialla ei ole vaikutusta osakkeen tulevaisuuden ennustamiseen. Vastaavasti keskivahvan tehokkuuden muodossa, jossa kaikki julkinen informaatio on käytössä, osakkeen hinnan ennustamiselle ei voida saada apua fundamenttianalyysistä. Vastaavasti vahvimmassa muodossa ei ole mitään työkalua ennustaa osakkeen tulevaisuuden arvonkehitystä, koska kaikki informaatio mukaan lukien sisäpiiritieto on jo hinnoiteltu. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin näkökulmasta yksittäisten osakkeiden tehokkuus vaihtelee, mutta yleistäen ja käytännössä ollaan keskivahvan tehokkuuden muodossa, missä kaikki julkinen informaatio on hinnoiteltu osakkeen arvonmuodostuksessa. Lyhyeksimyynnin vaikutuksia osakkeen arvonmuodostukseen tarkastellaan jäljempänä tarkemmin, mutta tässä yhteydessä voidaan lyhyesti todeta, että lyhyeksimyynti tehostaa osakkeen arvonmuodostusta. Tämä tapahtuu yleisesti ottaen siten, vaikka osakkeessa olisi kaikki julkinen informaatio käytettävissä, perinteinen sijoittaja ei hyödynnä osakkeeseen liittyvää negatiivista informaatiota lyhyellä aikavälillä, jolloin osakkeen hinta voi olla yliarvostettu tietyn ajanjakson.

---

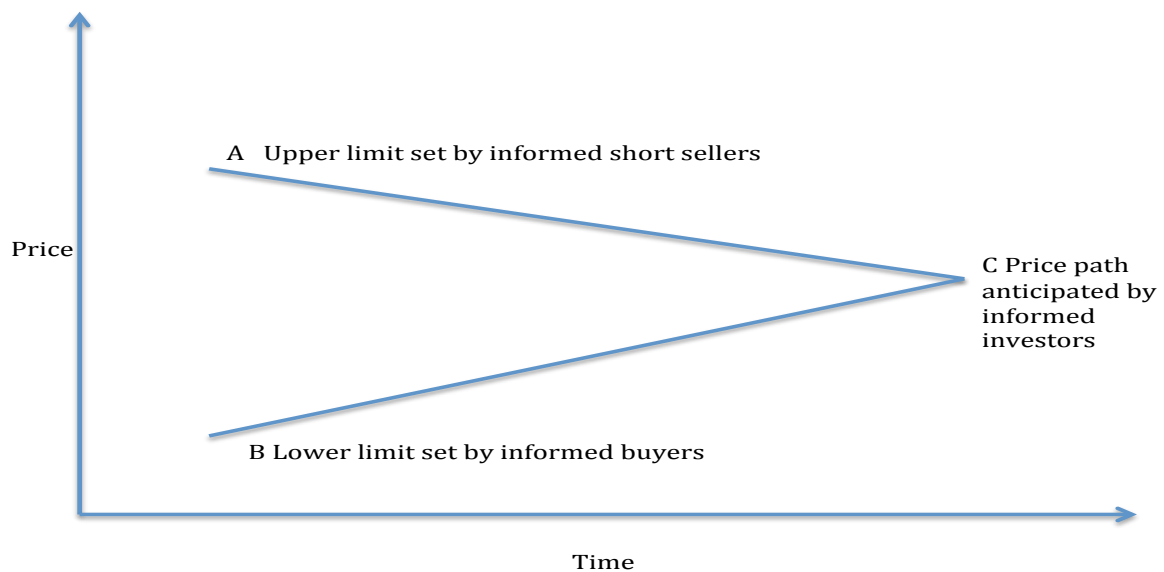
<sup>23</sup> Fama, E., Efficient Capital Markets: A Re-view of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance* 1970, s. 383-416

<sup>24</sup> Fama, E., Efficient Capital Markets: A Re-view of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance* 1970, s. 383-416

## 2.2.2 The bounded efficient market hypothesis

Markkinoiden tehokkuutta voidaan tarkastella myös *The bounded efficient market*-hypoteesin (jäljempänä *BEMH*) avulla.<sup>25</sup> Hypoteesissa sijoittajat on luokiteltu informoituihin sijoittajiin (*informed investors*), jotka jaetaan sijoittajiin, jotka ovat valmiita ostamaan osakkeita tietyllä hinnalla tietyn informaation vallitessa ja vastaavasti sijoittajiin, jotka ovat valmiita myymään lyhyeksi kyseistä osaketta tietyllä hinnalla tietyn saman vallitsevan informaation perusteella. Tasapainohinta muodostuu tasolla, jolla ostajien ja lyhyeksi myyjien hintataso kohtaa. Tätä tasapainopistettä voidaan kutsua myös tehokkaaksi markkinahinnaksi. *BEMH*-hypoteesia voidaan havainnollistaa myös seuraavan kuvan avulla:

KUVA 1: *The bounded efficient market hypothesis*<sup>26</sup>



*BEMH*:n tarkastelussa osakkeen hinnan muodostuksessa on kaksi rajaa, jotka muodostuvat lyhyeksi myyjien rajasta, jolla lyhyeksi myyjät ovat kullakin hetkellä valmiita myymään osaketta lyhyeksi tietyssä aikana tietyn hintatason vallitessa, ja taas vastaavasti ostajien asetta-

<sup>25</sup> Fabozzi, Frank J.: *Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards*, New Jersey, 2004, s. 91-94

<sup>26</sup> Fabozzi, Frank J.: *Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards*, New Jersey, 2004, s. 90

masta rajasta, jolla informoidut sijoittajat ovat valmiita ostamaan osaketta tietyssä hetkenä tietyllä hinnalla tietyn informaation vallitessa. Kyseiset rajat eivät ole välttämättä lineaarisia, mutta BEMH:n mukaan lyhyeksimyysien ja ostajien intressit saattavat kohdata tietyssä hetkenä tiettyyn hintatasoon, jolloin syntyy transaktio tehokkailla markkinoilla.<sup>27</sup>

## 2.3 Lyhyeksimyys ja osakelaina

Osakkeiden lyhyeksimyysiin liittyy olennaisena osana osakkeiden lainausprosessi. Lyhyeksimyysissä sijoittaja myy osakkeen, jota hän ei omista. Lyhyeksimyysissä sijoittajan on lainattava ne osakkeet, jotka hän myy lyhyeksi.<sup>28</sup> Täten lyhyeksimyysistä tarkasteltaessa on syytä hahmottaa osakelainauksen perusrakenne ja siihen liittyvät perustekijät.

### 2.3.1 Osakelainauksen rakenne ja oikeussuhteen sisältö

Lyhyeksimyysien on lainattava osakkeet, jotka hän myy lyhyeksi eli lyhyeksimyysää voidaan kutsua osakelainauksessa lainanottajaksi (*borrower*). Osakkeiden lainanottaja voi lainata osakkeet suoraan osakkeenomistajalta (*owner*), mutta käytännössä osakelainaukseen liittyy kolmas osapuoli, joka on usein pankki, osakkeiden säilytisyhteisö tai muu vastaava. Käytännössä osakelainausta toimii usein siten, että pankki tai säilytisyhteisö tekee osakkeenomistajan kanssa sopimuksen, jossa osakkeenomistaja valtuuttaa säilytisyhteisön lainaamaan puolestaan osakkeita, jolloin osakkeenomistaja saa säilytisyhteisöltä korvauksen. Säilytisyhteisö tai pankki toimii lainanantajana (*lender*), ja lainanantaja lainaa osakkeenomistajan puolesta osakkeita eteenpäin lainanottajalle (*borrower*).<sup>29</sup>

---

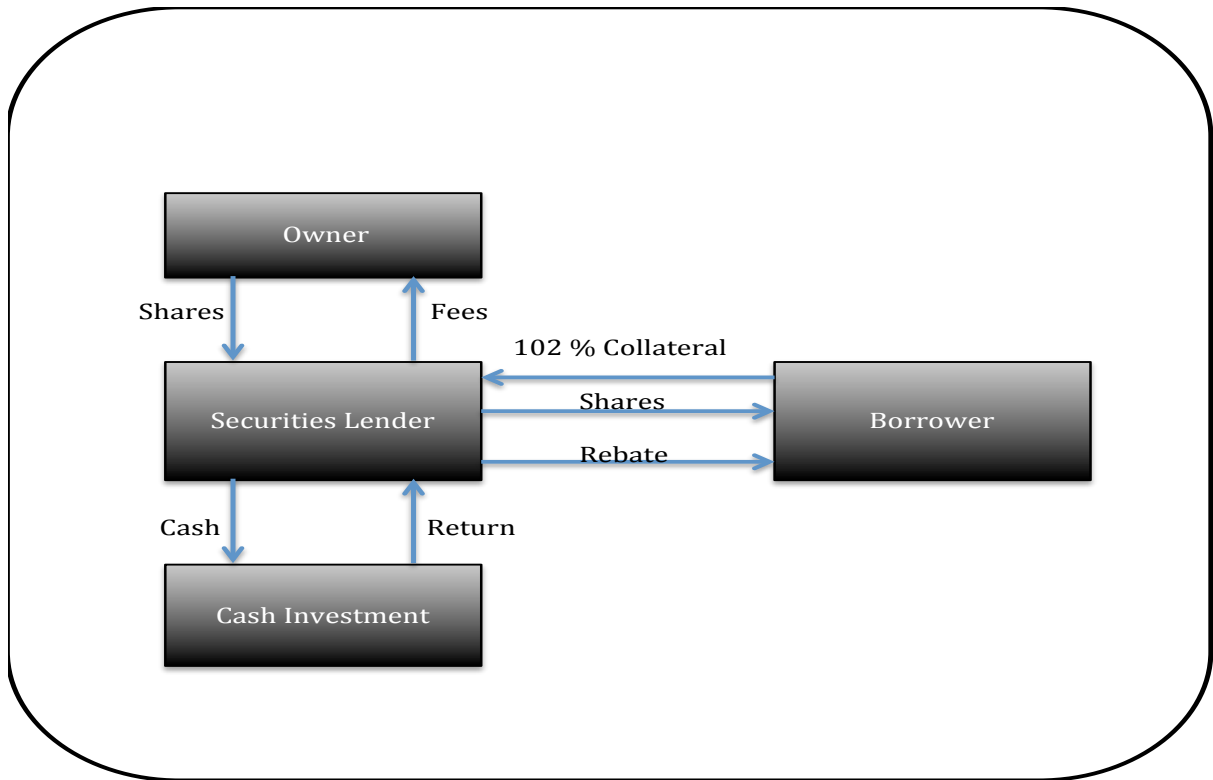
<sup>27</sup> Fabozzi, Frank J.: Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards, New Jersey, 2004, s. 75-115

<sup>28</sup> huom. cover short eli katettu lyhyeksimyys

<sup>29</sup> Fabozzi, Frank J.: Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards, New Jersey, 2004, s. 9-11

Osakelainauksen rakennetta havainnollistaa seuraava kuva:<sup>30</sup>

Kuva 2: Osakelainauksen rakenne:



Käytännössä osakkeenomistaja luovuttaa sopimuksella osakkeet säilytysyhteisölle tai pankille tietyksi ajaksi (laina-ajaksi), jolloin myös omistusoikeus siirtyy. Osakkeenomistaja saa tietyn sovituksen korvauksen pankilta tai säilytysyhteisöltä. Pankki tai säilytysyhteisö toimii lainanantajana (*lender*), ja lainaa osakkeet lainanottajalle (*borrower*). Säilytyspankki toimii osakkeenomistajan eli päämiehen agenttina lainausprosessissa. Lainanottaja maksaa osakelainauksesta tietyn sovituksen korvauksen (esim. 2 %/vuosi), ja osa tästä menee osakkeenomistajalle eli päämiehelle ja osa agentille eli säilytyspankille, yleensä 75 % menee päämiehelle ja 25 % agentille.<sup>31</sup> Lainanottaja toimittaa lainaamiaan osakkeitaan vastaan vakuuden (*collateral*) säilytysyhteisölle, jonka säilytysyhteisö voi sijoittaa vähäriskillisiin sijoitusinstrumentteihin.

<sup>30</sup> Fabozzi, Frank J.: Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards, New Jersey, 2004, s. 11, Fabozzi, Frank, J.; Mann, Steven V., Securities Finance: Securities Lending and Repurchase Agreements, New Jersey, 2005

<sup>31</sup> D'Avolio, Gene; The Market for Borrowing Stocks, Journal of Financial Economics, Nov 2002, s. 271-306

Säilytysyhteisö saa vakuudesta myös lisätuottoa, josta tosin osa voi palautua osakkeiden lainaajalle, kun lainaus päättyy. Kun osakelaina päättyy, vakuus (*collateral*) palautetaan lainanottajalle ja mahdollisesti osa vakuudesta saadusta lisätuotosta (*rebate*). Vastaavasti agentti eli säilytyspankki toimittaa osakkeet takaisin päämiehelle eli osakkeenomistajalle, jolloin omistusoikeus siirtyy takaisin alkuperäisen sopimuksen mukaan osakkeenomistajalle. Osakelainauksessa on yleinen käytäntö, että vakuuden (*collateral*) arvo ylittää lainatun osakemäärän (esim. 102 % lainatusta osakemäärästä).<sup>32</sup>

Osakelainauksen ja siihen liittyvien oikeussuhteiden sisältö on syytä esittää vielä tiivistettynä. Osakelainauksessa osakkeen omistusoikeus siirtyy alkuperäiseltä osakkeenomistajalta (=osakkeiden lainanantajalta) osakkeiden lainanottajalle. Vastaavasti omistusoikeus siirtyy takaisin alkuperäiselle osakkeenomistajalle (=osakkaiden lainanantajalle) osakkeiden lainanottajalta silloin, kun osakelaina palautetaan alkuperäiselle osakkeenomistajalle.<sup>33</sup> Lainanottaja joutuu antamaan vakuuden, käytännössä aina rahavakuus, joko suoraan lainanantajalle tai lainan järjestäjälle, joka säilyttää niitä asiakasvaratilillään lainanantajan lukuun. Lainanottajan konkurssitilanteessa vakuudet käytetään lainaksi annettujen osakkeiden takaisinostamiseen, jotta ne voidaan palauttaa alkuperäiselle omistajalle ja lainanantajalle. Lisäksi huomattavaa on, että osakelainaukset selvitetään arvopaperikauppojen tapaan arvopaperien selvitysjärjestelmässä (Euroclear), eli omistusoikeus siirtyy myös osakelainauksessa.<sup>34</sup>

### 2.3.2 Osakelainaus – riskit ja oikeudet

Osakelainaukseen liittyy erilaisia riskejä, jotka voivat vaikuttaa myös lyhyeksimyjän asemaan. Osakkeiden lainanantajalle voi muodostua mm. seuraavia riskejä: vastapuoliriski, operatiivinen riski ja investointiriski.<sup>35</sup> Vastapuoliriskillä tarkoitetaan sitä, että osakkeiden lai-

<sup>32</sup> Fabozzi, Frank J.: Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards, New Jersey, 2004, s. 9-13, Fabozzi, Frank, J.; Mann, Steven V., Securities Finance: Securities Lending and Repurchase Agreements, New Jersey, 2005

<sup>33</sup> Huom.oikeushenkilön verotuksessa käsitellään omistusoikeuden muuttuminen vasta, kun osakelaina kestää yli 12 kk (EVL)

<sup>34</sup> Fabozzi, Frank J.: Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards, New Jersey, 2004, s. 9-13, Fabozzi, Frank, J.; Mann, Steven V., Securities Finance: Securities Lending and Repurchase Agreements, New Jersey, 2005, Jarkko Järvitalo, LagoKapital Oy

<sup>35</sup> Fabozzi, Frank J.: Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards, New Jersey, 2004, s. 13

nanottaja ei toimita takaisin lainaamiaansa osakkeita tai ei toimita lisävakuutta tarvittaessa. Operatiivisella riskillä tarkoitetaan lähinnä yleisesti riskejä, joissa lainanottaja laiminlyö velvollisuutensa osakelainaukseen liittyen eli esimerkiksi ei suorita osinkoja takaisin tai muut yhtiötapaukset laiminlyödään jne. Investointiriskillä tarkoitetaan tilannetta, jossa lainanantaja sijoittaa lainanottajan antaman vakuuden saadakseen lisätuottoa, ja kyseinen investointi jää tuottotavoitteesta. Tämän vuoksi lainanantajat sijoittavat usein kyseisen vakuuden vain yön yli- korkoinstrumentteihin.<sup>36</sup>

Osakkeiden lainanottajan tavallisimpia riskejä on riski siitä, että osakkeiden lainanantaja kutsuu osakkeet takaisin. Osakkeiden lainauksessa osakkeiden lainanantajalla on oikeus kutsua lainaamansa osakkeet takaisin (*re-call*), jolloin osakkeiden lainanottaja joutuu sulkemaan lyhyeksi myydyt positioonsa, ellei hän pysty järjestämään osakelainaa muualta. Osakkeiden lainanantaja voi kutsua takaisin eli keskeyttää osakelainauksen lähettämällä lainanottajalle ilmoituksen takaisin kutsusta seuraavana päivänä heti kaupankäyntipäivän jälkeen (T+1), jolloin lainanottaja on velvollinen palauttamaan lainaamansa osakkeet viimeistään kolmantena päivänä kaupankäyntipäivästä (T+3).<sup>37</sup>

Keskeisin syy osakelainaukseen on osakkeenomistajan mahdollisuus hakea lisätuottoa omistamilleen osakkeille. Osakelainauksesta saatu tuotto vaihtelee markkinaolosuhteista ja osakkeen likviditeetistä riippuen. Yleisesti voidaan todeta, että osakelainauksesta saatu tuotto eli lainanottajalle kustannus on historiallisesti keskimäärin noin 1 prosenttia/vuosi.<sup>38</sup> Osakelainauksen tuotto on alhaisin likvideissa osakkeissa, ja vastaavasti tuotto nousee epälikvideissa osakkeissa. Osakkeiden lainaus on kehittynyt merkittävästi erityisesti vuodesta 2000 alkaen, ja yhtenä merkittävänä tekijänä tähän on vipurahastojen (*hedge funds*) määrän ja toiminnan kasvu. Vipurahastot ovat yleensä merkittäviä lyhyeksi myyjiä arvopaperimarkkinoilla.<sup>39</sup>

<sup>36</sup> Fabozzi, Frank J.: Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards, New Jersey, 2004, s. 13-18

<sup>37</sup> Fabozzi, Frank J.: Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards, New Jersey, 2004, s. 13

<sup>38</sup> Lähde: Jarkko Järvitalo, LagoCapital Oy 15.4.2014

<sup>39</sup> Lähde: Jarkko Järvitalo, LagoCapital Oy 15.4.2014



### 2.3.3 Osakkeenomistaja ja lyhyksimyyjä

Osakkeenomistajalla on oikeus päättää, lainaako hän omistamiaan osakkeitaan lisätuottoa vastaan. Katetussa lyhyksimyynnissä, jossa lyhyeksi myyjän on lainattava myytävät osakkeet, osakkeenomistajalla on kontrolli siitä, voiko kyseisen yrityksen osakkeita myydä ollenkaan lyhyeksi. Oletetaan, että yrityksellä on yksi osakkeenomistaja, joka ei lainaa osakkeitaan lyhyeksi myyntiä varten. Tällöin kyseisen yrityksen osakkeita ei voida myydä lyhyeksi. Mikäli osakkeenomistaja lainaa puolet osakkeista, tällöin teoriassa lyhyksimyyjät voivat myydä lyhyeksi 50 % yhtiön osakkeista. Osakkeenomistajan oikeus päättää lainauksesta eli kontrolli lainauksesta on tärkeä tekijä hahmottaa, erityisesti katetun lyhyksimyynnin osalta. Sääntelyn ohella lyhyksimyyniin vaikuttaa osakkeenomistajan oikeus päättää lainauksesta. Osakkeen lyhyksimyyniin ja sen määrään muiden tekijöiden ohella vaikuttavat mm. osakkeenomistajien lukumäärä, osakkeenomistajien luonne ja suhtautuminen osakelainaukseen.<sup>40</sup>

### 2.3.4 Osakelainausta Suomessa

Suomessa osakkeiden lainanantajina toimivat mm. vakuutusyhtiöt, säätiöt, rahastot ja sijoitusyhtiöt, jotka haluavat lisätuottoa sijoitussalkulleen (premio lainanannosta) tai vaihtoehtoisesti hakevat kilpailukykyistä rahoitusta. Suomessa yksityishenkilöt eivät voi lainata osakkeitaan verotuksellisista syistä, toisin kuin Ruotsissa, jossa osakelainamarkkinat ovat merkittävästi suuremmat kuin Suomessa.<sup>41</sup> Osakelainausta on verotuksellisista syistä Suomessa mahdollista yrityksille ja yhteisölle, jotka kuuluvat EVL:n piiriin. Lainanantajan tulee kuulua EVL:n piiriin, ja osakelaina saa kestää maksimissaan yhden vuoden ilman, että osakelainausta katsotaan verotuksenalaiseksi luovutukseksi.<sup>42</sup> Osakelainauksen hinta vaihtelee myös Suomessa, osakelaina voi olla halvimmillaan noin 0,15-0,20 % p.a (esim. Sampo Oyj) tai kalleimmillaan jopa 200 % vuodessa (Talvivaara Oyj), mutta keskimäärin osakelainauksen premio on noin 1 % p.a.<sup>43</sup>

<sup>40</sup> Lamont, Owen A.; Short Sellers vs. Firms, Yale School of Management and NBER, Yale 2004, s.1-47

<sup>41</sup> Jarkko Järvelä, Lago Kapital Oy 15.4.2014.

<sup>42</sup> EVL 6, Jarkko Järvelä, Lago Kapital Oy

<sup>43</sup> Jarkko Järvelä, Lago Kapital Oy

Suomessa osakelainausta ovat perinteisesti järjestäneet pankit ja arvopaperivälitysliikkeet, mutta viimeisten vuosien aikana osakelainausta ovat järjestäneet myös siihen puhtaasti erikoistuneet yritykset kuten Lago Kapital Oy.<sup>44</sup> Osakelainauksen hinnan määrittelee kysyntä ja tarjonta, ja hinnat vaihtelevat päivittäin. Osakelainausta ei tehdä julkisessa kaupankäynnissä, joten niistä ei ole saatavissa hintatietoja. Markkinoilla toimii kuitenkin riippumaton raportointiosapuoli Markit<sup>45</sup>, jolle suurimmat lainaosapuolet raportoivat päivittäin mm. lainapositiot ja -transaktiot, preemiot ja lainattavissa olevat osakkeet.

## 2.4 Lyhyeksimyyni – edut, haitat ja kustannukset

Lyhyeksimyyniä ja sen vaikutuksia on tutkittu paljon erityisesti oikeustaloustieteessä ja puhtaasti taloustieteessä. Lyhyeksimyyni on jakanut sekä tiedeyhteisön että myös arvopaperimarkkinoilla toimivien osapuolten näkemykset eduista ja haitoista. Lyhyeksimyynin vaikutukset ovat jo vuosikymmeniä jakaneet mielipiteet äärimmilleen siitä, että lyhyeksimyyniä ei tulisi kieltää eikä rajoittaa ollenkaan tai vastaavasti mielipiteisiin, joiden mukaan lyhyeksimyyni tulisi haittavaikutusten perusteella kieltää kokonaan. Sääntely Euroopassa ja Yhdysvalloissa on finanssikriisin yhteydessä ottanut kannan, jonka mukaan lyhyeksimyyni on sallittua tiettyjen rajoitusten ja mahdollisten kieltojen puitteissa. Eräissä maissa, kuten esim. joissakin Aasian ja Etelä-Amerikan maissa kuten Pakistanissa ja Perussa, lyhyeksimyyni on tosin kokonaan kielletty.<sup>46</sup>

Huomattavaa on, että myös lainsäätäjä on tunnustanut lyhyeksimyynin yleisesti tunnustetut edut ja haitat asetuksessa ja sen esitöissä. Seuraavassa esitetään lyhyeksimyynin keskeisimmät ja yleisesti tunnustetut edut ja haitat.

---

<sup>44</sup> Jarkko Järvelä, Lago Kapital Oy

<sup>45</sup> [www.markit.com](http://www.markit.com) (Lontoo)

<sup>46</sup> Fabozzi, Frank J.: Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards, New Jersey, 2004, s. 330-331

### 2.4.1 Lyhyeksimyynnin edut

Lyhyeksimyynnin keskeisiä ja yleisesti tunnustettuja positiivisia vaikutuksia markkinoiden toiminnan kannalta ovat mm. markkinoiden likviditeetin paraneminen, markkinoiden tehokkuuden paraneminen ja hinnanmuodostuksen tehostuminen. Lisäksi lyhyeksimyyni on perinteisesti ollut sijoittajalle myös keskeinen tapa suojautua riskiltä. Markkinoiden tehokkuutta on tutkittu erityisesti taloustieteessä, ja erityisesti aiemmin esitetyn ns. tehokkaiden markkinoiden käsitteen (*Efficient Markets Hypothesis*) avulla.<sup>47</sup> Lyhyeksimyynnin vaikutusta markkinoiden tehokkuuteen on tutkittu myös taloustieteessä kohtuullisen paljon. Lyhyeksimyynnin on todettu lisäävän markkinoiden tehokkuutta useiden tekijöiden vuoksi. Lyhyeksimyynnillä informaatio siirtyy esimerkiksi markkinoille usein nopeammin kuin ilman lyhyeksimyyniä, erityisesti negatiivisen informaation osalta.<sup>48</sup>

Tehokkaiden markkinoiden käsitteen avulla osakkeen hinta on usein yliarvostettu ilman lyhyeksimyyniä, sillä pitkäaikainen sijoittaja ei välttämättä reagoi yhtiön negatiivisiin uutisiin lyhyellä tähtäimellä. Osakkeen yliarvostus saattaa jatkua pitkän ajanjakson ajan, mikä voi pahimmillaan johtaa yliarvostukseen. Lyhyeksimyyjät voivat ehkäistä tai vähentää yliarvostuksen syntymistä, sillä he reagoivat usein negatiivisiin uutisiin lyhyellä tähtäimellä. Lyhyeksimyyjät voivat tehdä päätöksensä myydä lyhyeksi useiden erilaisten analyysien avulla, keskeisinä perusteina voivat olla esimerkiksi erilaiset taloudelliset tunnuslukuanalyysit kuten korkea P/E<sup>49</sup> tai markkinoiden liian korkeat tulosodotukset.<sup>50</sup>

### 2.4.2 Lyhyeksimyynnin haitat

Lyhyeksimyynnin vastustajat ovat vaatineet lyhyeksimyynnin kieltämistä kokonaan, sillä he ovat perustelleet kieltämistä lyhyeksimyynnin haitallisilla vaikutuksilla. Lyhyeksimyyni saattaa sisältää erilaisia riskejä, jotka voivat vaikuttaa markkinoiden toimintaan, markkinoiden vakauteen ja koko systeemiin. Lyhyeksimyyni voi aiheuttaa normaalia suurempia hintavaihi-

<sup>47</sup> Fama, E., Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance* 1970 s. 383-416, Begg, David: Economics, 9th edition. Berkshire, UK, McGraw-Hill Education,

<sup>48</sup> Knuts, Mårten: Behövs ett förbud mot short selling på värdepappersmarknaden ?, NTS 2009:1-2

<sup>49</sup> P/E = Price/earnings (hinta/tuotot)

<sup>50</sup> Fabozzi, Frank J.: Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards, New Jersey, 2004

teluja eli arvopaperin hinnan merkittävää alenemista tai nousemista.<sup>51</sup> Lyhyeksi myynti voi aiheuttaa kiihtyvää arvonalentumista, mikä voi heikentää markkinoiden vakautta. Toisena keskeisenä ongelmana lyhyeksi myynnin osalta voidaan pitää myös siitä aiheutuvia arvopapereiden selvitysongelmia, erityisesti kattamattomassa lyhyeksi myynnissä. Mikäli sijoittaja myy arvopaperin, jota hän ei omista eikä ole varmistanut sen lainauksesta tai muusta vastaavasta järjestelystä, todennäköisyys kasvaa sille, että hän ei pysty toimittamaan selvityspäivänä kyseistä arvopaperia sen ostajalle. Arvopaperikaupankäynnin toimivuuden ja luotettavuuden kannalta on keskeistä, että arvopaperikaupan selvitysjärjestelmä toimii siitä annetun lainsäädännön ja muun säätelyn mukaisesti, ja selvitysongelmien kasvaessa koko systeemin toimivuus voi vaarantua. Tämän vuoksi myöhemmin tarkasteltavassa lyhyeksi myyntiasetuksessa on kiinnitetty huomioita myös arvopapereiden selvitykseen.<sup>52</sup> Lisäksi lyhyeksi myyntiä voidaan käyttää hyödyksi myös markkinoiden väärinkäytöstilanteissa kuten kurssimanipulaatioissa. Lyhyeksi myynti voi liittyä markkinoiden väärinkäyttöön esimerkiksi tilanteessa, jossa lyhyeksi myyjä myy merkittävästi lyhyeksi osakkeita ja tämän jälkeen levittää markkinoilla totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa tietoa. Totuudenvastaisen ja harhaanjohtavan tiedon levittämisen syynä voi olla lyhyeksi myyjän tarkoitus saada muut sijoittajat myös myymään kyseisen yrityksen osakkeita, jolloin osakkeen hinta voi laskea voimakkaasti nopealla aikataululla. Tilanteeseen liittyy usein myös se, että väärinkäyttöön syylistynyt lyhyeksi myyjä ostaa lyhyeksi myytyt osakkeensa nopeasti takaisin, jolloin hän hyöttyy transaktiosta väärinkäytetyn tiedon levittämisen ja/tai muiden sijoittajien manipuloinnin kautta.<sup>53</sup>

Lyhyeksi myynti voi aiheuttaa normaalia suurempia hintavaihteluita arvopapereiden hinnoille. Merkittävät ja poikkeuksellisen suuret hinnanvaihtelut erityisesti lyhyessä ajassa koetaan arvopapereiden markkinoiden toimivuuden kannalta ongelmallisiksi. Lyhyeksi myynti voi kiihdyttää arvopaperin hinnan alenemista merkittävästikin. Finanssikriisin 2008-12 aikana lyhyeksi myynnin arveltiin olevan eräs poikkeuksellisten ja voimakkaiden hinnanvaihteluiden syy.

<sup>51</sup> Hinnan merkittävä ja poikkeuksellinen nousu on usein kyseessä, kun lyhyeksi myyjillä on tarve ostaa arvopaperi takaisin nopeassa ja epälikvidissä markkinatilanteessa (ns. *short squeeze*). Esimerkkinä esim. Volkswagenin osakkeen kurssin nousu v. 2008 muutamassa päivässä (noin 200 EUR/osake aina yli 1000 EUR/osake), kun Porsche ilmoitti yllättäen kasvattaneensa osuutensa Volkswagenissa noin 74 %, ja lyhyeksi myyjillä oli paniikinomainen tarve sulkea lyhyet positionsa.

<sup>52</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 236/2012, lyhyeksi myynnistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä (*EU- lyhyeksi myyntiasetus*), 15 artikla

<sup>53</sup> *Knuts, Mårten*: Behövs ett förbud mot short selling på värdepappersmarknaden ?, NTS 2009:1-, *Kaijala, Ville, Häyrynen, Janne*: Uusi arvopaperimarkkinalaki, Helsinki, 2013

Finanssikriisin yhteydessä finanssi- ja rahoitussektorin yhtiöiden osakkeissa havaittiin voimakkaita hintavaihteluita ja erityisesti osakkeiden arvojen alenemista.<sup>54</sup> Poikkeuksellisen voimakkaat hinnanalenemiset johtivat myös muihin ongelmiin aina fundamenttitekijöistä psykologisiin tekijöihin, joista esimerkkeinä voidaan mainita pankkisektoriin kohdistunut kasvava epäluottamus ja jopa talletuspako tietyissä kreikkalaisissa ja espanjalaisissa pankeissa. Pankkien osalta psykologisista tekijöistä johtuva talletuspako, jossa pankin tallettajat nostavat varojaan, voi johtaa pankin toimintaedellytysten loppumiseen. Pankkien toimintaedellytysten heikkeneminen lisäsi systeemikriisin todennäköisyyttä koko Euroopan pankkijärjestelmässä.

Lyhyeksimyynti voi aiheuttaa arvopaperien hinnoissa myös merkittäviä hinnannousuja, mikä voi myös heikentää arvopaperimarkkinoiden toiminnan luotettavuutta. Poikkeuksellisen merkittävä hinnan nousu voi aiheutua tilanteesta, jossa lyhyeksimyyjät ostavat tai joutuvat ostamaan merkittävän osakemäärän lyhyessä ajassa eli kattavat lyhyeksi myydyn positionsa. Tästä esimerkkinä voidaan mainita vuonna 2008 Volkswagenin osakkeen kurssissa tapahtunut voimakas nousu.<sup>55</sup> Volkswagen osakkeen kurssi nousi muutamassa päivässä noin 200 eurosta aina yli 1000 euroon. Lyhyeksimyyjät olivat merkittävässä määrin spekuloineet, että osakkeen hinta tulee laskemaan ja myyneet yhtiön osakkeita lyhyeksi. Porsche ilmoitti kuitenkin markkinoille yllätyksenä, että Porsche oli johdannaisinstrumenttien avulla nostanut omistuksensa peräti 74 prosenttiin Volkswagenista, jolloin lyhyeksimyyjille tuli paniikinomainen tarve ostaa osakkeensa takaisin nopealla aikataululla.<sup>56</sup> Kyseisestä voimakkaasta hinnannoususta aiheutui ongelmia osakkeen vakuusarvon määrittelylle ja yleisesti arvopaperimarkkinoiden toiminnan luotettavuudelle. Lyhyeksimyyntiin arveltiin olevan myös yhtenä syynä fundamenttitekijöiden lisäksi Nokian osakkeen voimakkaalle kurssinousulle vuonna 2013, kun Microsoft Corp. ilmoitti ostavansa Nokian matkapuhelinliiketoiminnan. Nokian osakkeen lyhyeksimyynti oli ennen liiketoimintakaupan julkaisemista kohtuullisen suurella tasolla (noin 10 % osakepääomasta, pahimmillaan jopa noin 20 % osakepääomasta).<sup>57</sup>

<sup>54</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 236/2012, lyhyeksimyyntistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä (*EU- lyhyeksimyyntiasetus*)

<sup>55</sup> Volkswagen Bloomberg code: VOW GR

<sup>56</sup> <http://www.taloussanomat.fi/porssi/2008/10/29/porsche-kyyktyti-vipurahastoja/200828171/170>

<sup>57</sup> [www.kauppalehti.fi/omaraha/napit+paloivat...nokiasta/201310526711](http://www.kauppalehti.fi/omaraha/napit+paloivat...nokiasta/201310526711), [www.finanssivalvonta.fi](http://www.finanssivalvonta.fi)

### 2.4.3 Lyhyeksimyynnin kustannukset ja tuottovaatimus

Lyhyeksimyyniin liittyy kustannuksia, jotka vaikuttavat lyhyeksimyyjän tuottovaatimukseen. Merkittävä lyhyeksimyyjän kustannus on aiemmin tutkimuksessa esitelty osakelainauksen kustannus, mikä luonnollisesti tulee huomioida lyhyeksimyyjän tuottovaatimuksessa. Osakkeiden lainauskustannus vaihtelee erittäin paljon, alimmillaan likvideissä lainakustannus on 0,05-0,08 % vuodessa, ja kalleimmillaan kymmeniä prosentteja, esim. Talvivaaran osakkeiden lainakustannus on ollut jopa 200 % vuodessa.<sup>58</sup> Mikäli oletetaan, että lainakustannus on esimerkiksi 2 prosenttia, lyhyeksimyyjän kustannuksia voidaan tarkastella seuraavasti: lyhyeksimyyjä lainaa osakkeet hinnalla 2 %/vuosi, ja osakkeen hinta pysyy vuoden muuttumattoman, lyhyeksimyyjän tappio on 2 %/vuosi. (4 %/2 v, 6 %/3 v jne.). Lisäksi historiallisesti osakkeiden hinnat ovat nousseet esimerkiksi Suomessa noin 5 prosenttia vuodessa.<sup>59</sup> Tämä tarkoittaa sitä, että lähtökohtaisesti lyhyeksimyyjän tappio on 7 prosenttia vuodessa, kun osakelainauksen kustannukset ovat 2 % ja osakekurssit nousevat historiallisen keskiarvon mukaisesti. Kolmanneksi voidaan vielä todeta, että lyhyeksimyyjän tappio voi olla rajoittamaton, ja vastaavasti voitto on rajattu. Lisäksi lyhyeksimyyjän riskinä on jatkuvasti osakkeiden lainantajan oikeus keskeyttää osakelaina eli kutsua osakkeet takaisin.<sup>60</sup>

### 2.5 Lyhyeksimyyni – perusanalyysi kohteesta

Kuten jo aiemmin mainittiin, sijoittajalla voi useita syitä (salkun suojaus, tuoton tavoittelu jne.) lyhyeksimyyniin. Tässä kappaleessa esitetään muutama perusmalli, joilla oikeustaloustieteen näkökulmasta sijoittaja arvioi lyhyeksimyttävän osakkeen ja sen tuottopotentiaalin. Tutkimuksessa ei ole syytä mennä taloustieteen osalta kovinkaan syvälle, mutta myös lainopillisen tulkinnan kannalta on tärkeää ymmärtää perusmallit.

<sup>58</sup> Lähde: LagoCapital Oy, Jarkko Järvtalo

<sup>59</sup> [www.morningstar.fi/fi/news/105830/jos-uskoo-historiaa-na-in-osakkeet-tuottavat.aspx](http://www.morningstar.fi/fi/news/105830/jos-uskoo-historiaa-na-in-osakkeet-tuottavat.aspx)

<sup>60</sup> *Fabozzi, Frank J.*: Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards, New Jersey, 2004, s. 188-191

Sijoittajat voidaan usein jakaa usein eri lailla kuten esim. ammatilliseen tai ei- ammatillisiin, suursijoittajiin ja piensijoittajiin tai sofistikoituneisiin ja ei-sofistikoituneisiin sijoittajiin. Arvopaperimarkkinaoikeuden näkökulmasta sijoittajien informaation määrä tulee kuitenkin olla sama erilaisten tiedottamis- ja julkistamisvelvollisuuksien myötä. Ammattimaiset ja sofistikoituneet suursijoittajat käyttävät ja hyödyntävät informaatiota usein kuitenkin enemmän ja huolellisemmin kuin ei-ammattimaiset ja ei-sofistikoituneet sijoittajat.

Lyhyeksimyyntiä toteuttavat usein ammattimaiset ja sofistikoituneet sijoittajat, mutta myös ei-ammattimaiset ja ei-sofistikoituneet sijoittajat voivat myydä lyhyeksi. Lyhyeksimyynti voi perustua täysin tai osittain taloudellisten analyysien sijaan muihin syihin kuten esimerkiksi psykologisiin tekijöihin. Tällöin sijoittajan arvio lyhyeksi myytävästä kohteesta voi perustua puhtaasti tai osittain psykologisiin tekijöihin (sijoittaja ei enää pidä yhtiöstä ja yhtiön maineesta tai johdosta, uskoo osakekurssin nousseen jo liikaa ilman syvällisempää analyysiä jne.)

Ammattimaiset ja sofistikoituneet sijoittajat analysoivat kuitenkin usein lyhyeksi myytävän osakkeen huolellisesti. Tähän on syynä mm. tuottovaatimukset, lyhyeksi myynnin riskit ja kustannukset. Sijoittajat jakavat usein analyyseissään yritykset kahteen eri luokkaan eli hyviin ja huonoihin yrityksiin. Oikeustaloustieteen ja rahoitusteorian näkökulmasta voidaan yritystä tarkastella esimerkiksi nettonykyarvon *NPV:n* avulla (*net present value*). *NPV* tarkastelussa yrityksen arvo määritellään siten, että sen tulevaisuuden kassavirrat diskontataan nykyhetkeen. Yrityksen *NPV* voi olla positiivinen tai negatiivinen. *NPV* ei anna vielä vastausta sille, pitääkö kyseisen yrityksen osaketta ostaa vai myydä. Keskeinen analyysi sijoittajalle muodostuu siitä, että yrityksen nettonykyarvoa tulee verrata osakkeen käypään hintaan eli markkinahintaan. Täten rahoitusteorian näkökulmasta sijoittaja voi myydä osaketta, jonka *NPV* on positiivinen, mutta osakkeen markkinahinta korkeampi tai huomattavasti korkeampi kuin sen markkina-arvo. Vastaavasti sijoittaja voi ostaa negatiivisen *NPV:n* omaavaa yrityksen osaketta, mikäli kyseisen osakkeen markkinahinta hinnoittelee vielä negatiivisempaa nykyarvokehitystä sen kassavirtojen kautta.<sup>61</sup>

*NPV* on yksi, mutta keskeinen arvonmääritystekijä sijoittajille rahoitusteorian ja oikeustaloustieteen näkökulmasta. Arvonmääritykset voivat perustua myös muihin, kuten esim. yrityksen

---

<sup>61</sup> Fabozzi, Frank J.: Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards, New Jersey, 2004, s. 279-291

kasvuodotuksiin (peliyhtiöt kuten *Rovio*, sosiaalisen median yhtiöt kuten *Twitter* ja *WhatsUp*, joiden arvon määrittely perustuu pitkälti mainostulojen kasvun ennustamiseen). Keskeistä on oikeustaloustieteen näkökulmasta verrata jotakin tai useita analyysikeinoja, joita verrataan yrityksen osakkeen markkina-arvoon. Näiden analyysien perusteella sijoittaja voi päätyä siihen, että osake on houkutteleva lyhyeksimyynnin näkökulmasta, ja lyhyeksimyyni tarjoaa houkuttelevan tuottopotentialin.

Lyhyeksimyyniin ja mahdollisten lyhyeksi myytävien osakkeiden valintaan voivat vaikuttaa myös muut kuin fundamenttitekijät. Osakkeiden lyhyeksimyyniin voi myös aiemmin mainitussa *short squeeze*- tilanteessa liittyä poikkeuksellisen merkittäviä hinnannousuja, kuten Volkswagen- Porsche tapauksessa. Eräiden tutkimusten mukaan sijoittajan tulisi olla erityisen varovainen lyhyeksimyynissä sellaisissa osakkeissa, jotka ovat erityisen paljon myyty lyhyeksi. Tällöin *short-squeeze*- tilanteen todennäköisyys kasvaa merkittävästi, ja lyhyeksimyynin mahdollinen tappio voi kasvaa merkittävästi. Usein teknisen analyysin koulukunnan sijoittajat saattavat hakea kyseisiä *short squeeze*- tilanteita ostamalla kyseisiä osakkeita. Nykyiseen sääntelyyn sisältyy usein lyhyeksi myynnin ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuuksia, kuten lyhyeksimyyniasetus ja sääntely Yhdysvalloissa, jolloin sijoittajat pystyvät arvioimaan lyhyeksi myynnin määrää yritys- ja osakekohtaisesti.<sup>62</sup>

## 2.6. Yrityksen johto ja lyhyeksimyyni

Yrityksen osakkeenomistaja ja johto muodostavat päämies-agenttisuhteen, jossa osakkeenomistaja toimii päämiehenä, ja päämiehen puolesta toimii yrityksen johto eli agentti. Päämies-agenttisuhdetta on tutkittu oikeustieteessä, erityisesti osakeyhtiölain näkökulmasta, ja päämies-agenttisuhdetta ja siihen liittyviä ristiriitatilanteita on tutkittu myös oikeustalous- ja puhtaasti taloustieteissä paljon. Osakeyhtiölain (OYL 1:5) mukaan yrityksen toiminnan tarkoitus on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, ellei yhtiöjärjestys toisin määrää.<sup>63</sup> Yrityksen johto pyrkii lähtökohtaisesti lisäämään ja maksimoimaan yrityksen arvoa. Yritysjohdolla on lähtökohtaisesti myös palkitsemisjärjestelmänä itselleen ja työntekijöille erilaisia palkitsemisjärjes-

<sup>62</sup> Fabozzi, Frank J.: *Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards*, New Jersey, 2004, s. 233-253

<sup>63</sup> Mähönen, Jukka, Villa, Seppo, *Osakeyhtiö I*, Yleiset opit, Porvoo 2006, s. 86



telmiä kuten osakepohjaisia järjestelmiä, optioita jne.<sup>64</sup> Lisäksi yhtiön johdolla on ns. *fidusiarisia* velvollisuuksia, kuten huolellisuus- ja lojaliteettivelvoite. OYL 1:8:n mukaan johdon tehtävänä on huolellisesti toimien edistää yhtiön etua.<sup>65</sup> Lyhyeksi myynnin ja OYL:n mukaisesti säännöksiin syntyy mielenkiintoisia ristiriitatilanteita, jotka on syytä tunnistaa.

Lyhyeksimyyjän suhdetta yrityksen johtoon on vaikea luonnehtia varsinaiseksi päämies-agenttisuhteeksi.<sup>66</sup> Lyhyeksimyyjän kannalta on syytä kuitenkin arvioida sitä, että lyhyeksimyyjän ja yrityksen johdon tavoitteet ovat hyvin ristiriitaiset. Yrityksen johto tavoitteena on jatkuvasti kasvattaa yrityksen arvoa, kun vastaavasti lyhyeksi myyjän tavoitteena on hyötyä yrityksen arvon laskusta, tosin usein lyhyellä aikavälillä.

Lyhyeksimyyjän kannalta olennaista on se, että pystyykö yrityksen johto ja miten yrityksen johto pystyy reagoimaan yrityksen osakkeen lyhyeksimyyjiin. Lyhyeksimyynti on, kuten aiemmin mainittiin, usein lyhytaikaista siihen liittyvien kustannusten ja riskien vuoksi. Täten yrityksen johdolla voi joskus olla laillisia keinoja, joilla se pystyy jossakin määrin vaikuttamaan lyhyellä tähtäimellä tapahtuvaan informointiin. Laillisia keinoja voivat olla tietyt tilinpäätökseen liittyvät keinot, kuten esimerkiksi johto voi tiedottaa positiivisesta myyntikehityksestä lainsäädännön puitteissa tietynä aikana, jos sillä on lainsäädännön puitteissa siihen mahdollisuus. Tällöin positiivinen uutinen voi aiheuttaa tappioita lyhyeksi myyjille odotettua aiemmin. Yrityksen johtoa sitoo luonnollisesti lainsäädäntö ja arvopaperimarkkinaoikeuden tiedonantovelvollisuudet, mutta johdolla saattaa joskus olla hieman ”pelivaraa” normaalin liiketoiminnan puitteissa.<sup>67</sup>

---

<sup>64</sup> Mähönen, Jukka, Villa, Seppo, Osakeyhtiö III, Corporate Governance, 2.uud. painos, Juva 2010, s. 218-219

<sup>65</sup> Mähönen, Jukka, Villa, Seppo, Osakeyhtiö I, Yleiset opit, Porvoo 2006, s.107

<sup>66</sup> Lyhyeksimyyntiin voi liittyä päämies-agenttisuhteeseen liittyviä seikkoja, kuten omistusoikeuden siirtyminen osakelainauksessa, äänioikeus yhtiökokouksessa osakelainaajalle jne., *Faulkner Mark C.: An introduction to Securities Lending*, 3edition. Spitalfields Advisors Limited, London, UK, 2006

<sup>67</sup> Fabozzi, Frank J.: Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards, New Jersey, 2004, s. 294-301

### 3 Sääntely- eli regulaatioteoria

#### 3.1 Yleistä

Tutkimuksessa ja tutkimuskysymyksen asettelussa sääntely on hyvin keskeisessä asemassa, joten on tärkeää tarkastella myös sääntely- eli regulaatioteorian keskeisiä osia erityisesti lyhyeksimyntiasetuksen näkökulmasta. Sääntelyteorian kannalta keskeinen kysymys on, että milloin sääntely on tarpeellista, vai pystyykö markkinat korjaamaan itse häiriötilanteet ilman sääntelyä. Sääntelyteorian tarkastelun kannalta tärkeää on myös sääntelyn ajankohta ja se, että toteutetaanko sääntely joko vaiheittain tai yksivaiheisesti. Lyhyeksimyynnin sääntelyn osalta voidaan todeta, että sääntely toteutettiin yksivaiheisesti. Sääntely katsottiin tarpeelliseksi, sillä lainsäätäjät arvioi lyhyeksimyynnin aiheuttamat häiriötilanteet sellaisiksi, että niihin oli puuttuttava. Sääntelyteoriaa on tutkittu erityisesti *common law* - maissa kuten Yhdysvalloissa. Tässä luvussa käsitellään sääntelyteoriaa siten, että korostetaan sääntelyteorian keskeisiä tekijöitä lyhyeksimyntiä koskevan sääntelyn ja sen vaikutusten tulkitsemisen kannalta.<sup>68</sup>

#### 3.2 Sääntelyteorian jaottelu ja funktiot

Sääntelyteoriaa voidaan jaotella usealla eri tavalla. Eräs keskeisiä jaotteluja on sääntelyteorian jako *normatiiviseen* ja *positiiviseen* sääntelyteoriaan. Normatiivinen sääntelyteoria on kyseessä silloin, kun pohditaan sitä, millainen sääntely tai muu ohjauskeino on tarpeellinen tietyn yhteiskuntapoliittisen tavoitteen saavuttamiseksi. Positiivinen sääntelyteoria vastaavasti käsittelee sääntelyn vaikutuksia ja toisaalta lainsäätäjän valintaan vaikuttavia tekijöitä.<sup>69</sup> Sääntelyteoria voidaan jakaa myös *pragmaattiseen* ja *teoreettiseen*. Pragmaattinen ja teoreettinen sääntelyteoria liittyy välittömään ja välilliseen yhteiskunnan tiedonintresseihin. Pragmaattinen sääntelyteoria tarkoittaa sitä, että sääntelyteorialla voidaan välittömästi palvella tiedonintressejä, joilla voidaan parantaa yksittäisen lainsäädännön tai koko oikeusjärjestelmän tasokkuutta. Teoreettisella sääntelyteorialla voidaan tyydyttää välillisiä tiedonintressejä, joilla kehit-

<sup>68</sup> Määttä, Kalle; Sääntelyteoriasta, (<http://www.ulapland.fi/loader.aspx?id=c527d90c-d7e3-4d64-ab18-fb336bb27bdf>), s.1- 2

<sup>69</sup> Määttä, Kalle; Sääntelyteoriasta, (<http://www.ulapland.fi/loader.aspx?id=c527d90c-d7e3-4d64-ab18-fb336bb27bdf>), s. 2, Ogus, Anthony, I. 2001.a

tään sääntelyn teoreettista pohjaa. Sääntelyteoria voidaan jakaa myös *de lege lata*- tai *de lege ferenda*- tutkimukseen. *De lege lata*- tutkimuksessa analysoidaan kriittisesti lainsäädännön tarkoituksenmukaisuutta sääntelyteorian näkökulmasta, ja *de lege ferenda*- tutkimuksessa tehdään yleensä suosituksia lainsäädännön kehittämiseksi.<sup>70</sup>

Sääntelyteorialla on useita eri funktioita. Sääntelyteoria yhdistää oikeusjärjestelmän ja yhteiskunnan, ja toisaalta oikeustieteen ja yhteiskuntatieteet toisiinsa. Toisaalta sääntelyteoria yhdistää myös eri oikeudenaloja toisiinsa. Kolmanneksi funktioksi voidaan määritellä se, että sääntelyteoria luo edellytykset rationaaliselle lainsäädännölle ja oikeudelliselle sääntelylle. Sääntelyn tarpeellisuutta voidaan arvioida myös monesta eri näkökulmasta. Keskeisiä sääntelyn tarpeellisuuteen liittyviä tekijöitä ovat erilaiset markkinahäiriöt kuten epätäydellinen kilpailu, epäsymmetrinen informaatio ja erilaiset ulkoisvaikutukset.<sup>71</sup>

Sääntelyllä voidaan karkeasti jaettuna luoda pelkästään puitteet eli kehykset tietyille toiminnalle, jossa tietyissä puitteissa osapuolet saavat sopia esimerkiksi keskenään optimaalisesta voimavarojen jakamisesta. Vastaavasti sääntelyllä voidaan puuttua hyvinkin pitkälle, jolloin kyseessä voi olla lainsäätäjän interventio tiettyyn käyttäytymiseen. Sääntelyteoriassa nämä jaetaan *coaselaiseen* ja *pigoulaiseen* lähestymistapoihin.<sup>72</sup>

### 3.3 Sääntelyn syyt ja tavoitteet

Sääntelyyn ja sen syntymiseen syinä voivat olla erilaiset markkinahäiriöt, ulkoishaitat ja epäsymmetrinen informaatio. Markkinahäiriöiden yleismääritteenä voidaan todeta, että markkinahäiriöistä on kyse silloin, kun markkinoilla on tekijöitä, jotka johtavat markkinoiden epäonnistumiseen. Keskeinen syy sääntelyyn ja sen tarpeeseen on myös ulkoishaitat ja niistä aiheutuvat kustannukset eli ulkoiskustannukset. Ulkoishaitoilla tarkoitetaan haittoja, jotka

<sup>70</sup> Määttä, Kalle; Sääntelyteoriasta, (<http://www.ulapland.fi/loader.aspx?id=c527d90c-d7e3-4d64-ab18-fb336bb27bdf>), s. 2

<sup>71</sup> Määttä, Kalle; Sääntelyteoriasta, (<http://www.ulapland.fi/loader.aspx?id=c527d90c-d7e3-4d64-ab18-fb336bb27bdf>), s. 2-20

<sup>72</sup> Määttä, Kalle; Sääntelyteoriasta, (<http://www.ulapland.fi/loader.aspx?id=c527d90c-d7e3-4d64-ab18-fb336bb27bdf>), s.2

aiheutuvat ulkopuolisille eivätkä saa kompensatiota haitoista tai joudu maksamaan kompensatiota ulkoishyödystä. Kolmantena syynä sääntelyyn on erilaiset informaatio-ongelmat ja epäsymmetrinen informaatio. Sääntelyllä pyritään usein vähentämään epäsymmetristä informaatiota ja sen aiheuttamia ongelmia, ja siten parantamaan myös niiden osapuolten asemaa, joilla on heikompi informaatioasema toisiin osapuoliin nähden.<sup>73</sup>

Sääntelyllä on aina tietyt tavoitteet, sillä oikeutta käytetään tiettyjen yhteiskuntapoliittisten tavoitteiden edistämiseksi ja saavuttamiseksi. Täten sääntelyteoriassa korostuu oikeuden instrumentaalinen luonne. Sääntelyteoriassa ns. *Tinbergin*- säännön mukaan tavoitteiden saavuttamisen kannalta sääntelyllä on realistiset mahdollisuudet onnistua, kun sääntelyn keinoja on vähintään yhtä paljon kuin tavoitteita. Toisaalta sääntelyteoriassa on tutkittu myös ns. ylisääntelyongelmaa, joka toteutuu käytännössä silloin, kun valitaan saman ongelman sääntelemiseksi tarpeettoman paljon eri ohjauskeinoja.<sup>74</sup>

Sääntelyteoriassa tunnustetaan se, että lait ja sääntely eivät koskaan ole täydellisiä. Tämä johtuu mm. siitä, että lainsäätäjä ei pysty koskaan ennakoimaan kaikkia tapahtumia, tapahtumien todennäköisyys on niin alhainen, että ei ole syytä säännellä tai lakien sanamuoto jää epämääräiseksi. Sääntelyn lähtökohtana on kuitenkin aina, että sääntely on tehokasta. Sääntelyteoriassa joustavuus on myös tekijä, jota on tutkittu kohtuullisen paljon. Joustavuuden keskeisiä aiheita ovat mm. se, että miten sääntely suhtautuu ulkoisiin muutoksiin eli ulkoinen joustavuus tai miten sääntely muuttuu eli joustaa yhteiskuntapoliittisten tavoitteiden muuttuessa (normatiivinen joustavuus).<sup>75</sup>

---

<sup>73</sup> Määttä, Kalle; Sääntelyteoriasta, (<http://www.ulapland.fi/loader.aspx?id=c527d90c-d7e3-4d64-ab18-fb336bb27bdf>), s.2-20

<sup>74</sup> Määttä, Kalle; Sääntelyteoriasta, (<http://www.ulapland.fi/loader.aspx?id=c527d90c-d7e3-4d64-ab18-fb336bb27bdf>), s.20

<sup>75</sup> Määttä, Kalle; Sääntelyteoriasta, (<http://www.ulapland.fi/loader.aspx?id=c527d90c-d7e3-4d64-ab18-fb336bb27bdf>), s. 20-25

### 3.4 Sääntelyteoria ja lyhyeksimyynnin sääntely

Tämän tutkimuksen taustana on sääntelyteoria, joka toimii yltäsona koko tutkimuksessa. Sääntelyteoria korostuu tutkimuksen vaikutuksia koskevassa osassa eli kuudennessa luvussa. Lyhyeksimyynnin sääntelyn keskeisenä syynä oli lyhyeksimyynnin aiheuttamat markkinahäiriöt, mutta myös ulkoishaitat ja epäsymmetrinen informaatio vaikuttivat sääntelyyn ja sen sisältöön. Lyhyeksimyynnin sääntelyn osalta voidaan tutkimukseen todeta liittyvän sekä normatiivista että positiivista sääntelyteoriaa, painopisteen ollessa kuitenkin positiivista sääntelyteoriaa. Tutkimuksessa korostuu myös pragmaattinen teoria ja *de lege ferenda*- tyyppinen tarkastelu. Lyhyeksimyynnin sääntely luo myös sääntelyteorian funktioiden mukaan siltoja eri oikeudenalojen välille ja yhdistää myös lyhyeksimyynnin sääntelyn muuhun yhteiskuntaan ja yhteiskuntapoliittisiin tavoitteisiin.<sup>76</sup> Lyhyeksimyynnin sääntelyllä luodaan siltoja sääntelyteorian näkökulmasta esimerkiksi arvopaperimarkkinaoikeuden, rikosoikeuden, EU- oikeuden ja hallinto-oikeuden välille.

---

<sup>76</sup> Määttä, Kalle; Sääntelyteoriasta, (<http://www.ulapland.fi/loader.aspx?id=c527d90c-d7e3-4d64-ab18-fb336bb27bdf>), s.2-20

## 4 Lyhyeksimyynä – lainsäädäntö ja sääntely

### 4.1 Taustaa

Finanssikriisin seurauksena arvopaperimarkkinoita koskevaan EU- lainsäädäntöön kohdistui paljon erilaisia haasteita, joiden seurauksena oli tarvetta yhtenäistää ja harmonisoida Euroopan laajuista sääntelyä. Arvopaperimarkkinat alkoivat kehittyä jo 1980- ja 1990- luvuilla pääoman vapautumisen seurauksena. EU- lainsäädäntö arvopaperimarkkinoilla alkoi merkittävästi kehittyä vasta vuoden 1999 jälkeen, kun komissio julkaisi rahoituspalveluiden toimintasuunnitelman, joka sisälsi useita lainsäädäntöhankkeita arvopaperimarkkinaoikeuden aloilla.<sup>77</sup> Komission tavoitteena toimintasuunnitelmassa oli mm. luoda yhtenäisiä sääntöjä Euroopan laajuisille, integroiduille arvopaperimarkkinoille. EU- lainsäädäntö arvopaperimarkkinoilla kehittyi merkittävästi v. 2000 alkaen, mutta lyhyeksimyynä koskeva lainsäädäntö oli ennen lyhyeksimyynäasetuksen voimaantuloa vuoden 2012 lopussa hyvin epäyhtenäinen ja kansallisten lainsäädäntöjen varassa. Finanssikriisin yhteydessä eri maat toteuttivat erilaisia lyhyeksimyynä rajoituksia ja kieltoja, ja EU:ssa koettiin tarpeelliseksi luoda yhtenäinen sääntely eri maiden välille. Britannian valvontaviranomainen FSA (*the Financial Services Authorities*) määräsi syyskuussa 2008 määräaikaisen lyhyeksimyynäkiellon 29:lle rahoitussektorin yhtiön osakkeelle, ja samana päivänä Yhdysvaltain rahoitusvalvontaviranomainen SEC (*the Securities and Exchange Commission*) määräsi vastaavan kiellon yli 800 rahoitussektorin osakkeelle. Britannian ja Yhdysvaltojen jälkeen ainakin 24 muuta maata määräsi lyhyeksimyynäille erilaisia rajoituksia.<sup>78</sup> Erilainen käytäntö eri maiden välillä sekä jäsenvaltioiden ja sijoittajien epävarmuus lyhyeksimyynä sääntelystä eri jäsenmaissa johtivat siihen, että Euroopassa säädettiin yhtenäinen lyhyeksimyynä koskeva asetus.<sup>79</sup>

Perustan arvopaperimarkkinoiden sääntelyprosessin luomiselle antoi vuonna 2001 viisaiden komitean antaman raportin mukainen ns. 4-portainen sääntelykehikko, jonka Eurooppa-neuvosto hyväksyi vuonna 2001 ja Euroopan parlamentti vuonna 2002. Neliportaisen sääntelykehikon 1.tason muodostaa Euroopan parlamentin ja neuvoston puitedirektiivi- tai -asetus.

<sup>77</sup> Kaijala, Ville, Häyrynen, Janne: Uusi arvopaperimarkkinalaki, Helsinki, 2013, s. 23-26

<sup>78</sup> Fors, Erik Rudow and Hansson, Fredrik: Get Shorty ? Market Impact of the 2008-09 U.K Short Selling Ban, Working Papers N:o 365, University of Gothenburg, June 2009, s.1

<sup>79</sup> HE 121/2012 Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta

Komission täytäntöönpanovaltaa voidaan pitää toisena tasona, joka sisältää myös komission velvollisuuden kuulla Euroopan arvopaperikomiteaa ja parlamenttia. Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitea *CESR (The Committee of European Securities Regulators)* avusti komissiota täytäntöönpanotoimenpiteiden valmistelussa.<sup>80</sup> Kolmantena tasona arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä voidaan pitää kansallisten arvopaperimarkkinavalvontaviranomaisten yhteistyötä keskenään ja *CESR:n* kanssa. Sääntelyn neljäntenä tasona on komission toimivalta valvoa ensimmäisen ja toisen tason sääntelyn kansallista täytäntöönpanoa ja toimivaltaa tarvittaessa ryhtyä toimenpiteisiin. Huomattavaa on, että vuonna 2009 voimaan tullessa Lisabonin sopimuksessa lisättiin komission toimivaltaa 2-tason säädösten antamisessa, joko suoraan säädösvalalla tai säädösvalan siirron avulla (SEUT 290 artikla, SEUT 291 artikla). Myös *CESR:n* toimivaltaa ja tehtäviä laajennettiin vuonna 2009.<sup>81</sup>

## 4.2 Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (*ESMA*)

### 4.2.1 Euroopan finanssivalvontajärjestelmän uudistuminen

Finanssikriisi syveni vuosina 2008-09, ja sääntelyn ja valvonnan kehittymisestä huolimatta Euroopassa koettiin edelleen ongelmana mm. tehottomuutta, valvonnan puutteellisuutta ja yhteistyön ja koordinaation puutteita jäsenvaltioiden kesken. Tämä johti koko Euroopan laajuisen valvonnan kehittämiseen ja Euroopan finanssivalvontajärjestelmän uudistamiseen, jonka seurauksena *CESR:n* tilalle perustettiin *ESMA (The European Securities and Markets Authority)*. *ESMA* aloitti toimintansa 1.11.2011. Perustavoitteina oli erityisesti yhdenmukaistaa sääntelyä jäsenmaiden välillä, sääntelyn soveltamista, jäsenmaiden valvojen toimivaltuuksia ja seuraamusjärjestelmiä.<sup>82</sup>

---

<sup>80</sup> *CESR* toimi Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisena ennen *ESMA:n* perustamista

<sup>81</sup> *Siems, Mathias M, The Foundations of Securities Law, 2008, European Business Law Review Vol. 20, s. 141-171, 2009, Kaijala, Ville, Häyrynen, Janne: Uusi arvopaperimarkkinalaki, Helsinki, 2013, s. 23-43*

<sup>82</sup> *Kaijala, Ville, Häyrynen, Janne: Uusi arvopaperimarkkinalaki, Helsinki, 2013, s. 23-43*

#### 4.2.2 ESMA:n keskeinen toimivalta ja tehtävät

ESMA on Euroopan arvopaperimarkkinavalvontaviranomainen ja itsenäinen oikeushenkilö, josta säädetään ns. ESMA- asetuksessa.<sup>83</sup> ESMA:n toimivalta on määritelty ESMA- asetuksen 1 artiklassa eli ESMA toimivalta on määritelty eri säädösten (mm. markkinoiden väärinkäyttö-, sijoitusrahasto- ja rahoitusvälineiden markkinadirektiivi) soveltamisalalla. ESMA:n toimivalta voi olla 1 artiklassa lueteltua toimivaltaa laajempi, mikäli se on lainsäädännön tehokkaan ja johdonmukaisen soveltamisen varmistamiseksi tarpeellista (ESMA asetus 1 artikla 3)

ESMA:n tavoitteena on suojella yleistä etua edistämällä finanssijärjestelmän vakautta kaikilla aikaväleillä ja edistämällä tehokkuutta unionin talouden, unionin yritysten ja kansalaisten näkökulmasta. ESMA- asetuksessa ESMA:n tehtävinä mainitaan mm. sisämarkkinoiden toiminnan parantaminen, asianmukaisen, tehokkaan ja yhdenmukaisen sääntelyn ja valvonnan toteuttaminen, finanssimarkkinoiden avoimuuden, tehokkuuden ja moitteettoman toiminnan turvaaminen, valvonnan kansainvälisen yhteensovittaminen ja sen tehostaminen, sijoitusriskien ja muiden riskien sääntelevä ja valvominen asianmukaisesti sekä asiakkaiden suojan parantaminen. Lisäksi muita tehtäviä ovat ESMA:n avustava rooli sääntely- ja valvontastandardien ja käytäntöjen luomisessa, myötävaikuttaminen EU- lainsäädännön yhdenmukaisessa soveltamisessa sekä järjestelmäriskin valvonta.<sup>84</sup>

ESMA:lla on aiemmin mainitun 4-portaisen sääntelymallin mukaisesti myös itsenäistä sääntelyvaltuuksia, lähinnä teknisten sääntely- tai täytäntöönpanostandardien, erilaisten ohjeiden ja suositusten osalta. Arvopaperimarkkinoiden näkökulmasta ESMA:n rooli on kasvanut jopa merkittävästi sen perustamisesta lähtien, sillä ESMA:n antamien erilaisten ohjeiden ja suositusten merkitys ja sitovuus on kasvanut selvästi viimeisten vuosien aikana.<sup>85</sup>

Sääntelyvaltuuksien ohella ESMA:lla on keskeinen asema yhtenäisen valvontakulttuurin edistämässä. Finanssikriisin yhteydessä havaittiin, että jäsenmaiden sääntely- ja valvontakäy-

---

<sup>83</sup> *Kaijala, Ville, Häyrynen, Janne: Uusi arvopaperimarkkinalaki, Helsinki, 2013, s. 27-43, Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1095/2010 Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen) perustamisesta sekä päätöksen N:o 716/2009/EY muuttamisesta ja komission päätöksen 2009/77/EY kumoamisesta (ESMA-asetus)*

<sup>84</sup> *Kaijala, Ville, Häyrynen, Janne: Uusi arvopaperimarkkinalaki, Helsinki, 2013, s. 31-43*

<sup>85</sup> *Kaijala, Ville, Häyrynen, Janne: Uusi arvopaperimarkkinalaki, Helsinki, 2013, s. 34-43*



tännöt poikkesivat toisistaan. ESMA:n tehtävänä on aktiivinen osallistuminen EU:n valvontakulttuurin kehittämiseen ja yhtenäisten valvontakäytäntöjen rakentaminen ja yhdenmukaisten menettelyjen noudattaminen koko EU:ssa. ESMA käytännössä toteuttaa tehtävänsä antamalla lausuntoja kansallisille toimivaltaisille viranomaisille kuten Suomessa Finanssivalvonnalle, osallistumalla erilaisten standardien kehittämiseen ja tarkastelemalla standardien ja ESMA:n ohjeiden ja suositusten soveltamista.<sup>86</sup>

#### **4.2.3 ESMA:n toimivalta - kansalliset viranomaiset ja finanssimarkkinoiden toimijat**

ESMA valvoo EU- lainsäädännön yhdenmukaista soveltamista, ja ESMA:lla on toimivalta puuttua unionin oikeuden vastaiseen toimintaan. Lisäksi ESMA voi ratkaista jäsenmaiden valvojien välisiä erimielisyyksiä.<sup>87</sup> ESMA:lla on toimivalta puuttua unionin oikeuden rikkomuksiin nopeasti, mikä tukee komission yleistä toimivaltaa valvoa unionin oikeuden soveltamista. ESMA: n toimivalta koskee pääasiassa kansallisia toimivaltaisia viranomaisia, mutta ESMA voi yksittäistapauksessa tietyillä edellytyksillä puuttua yksittäiseen finanssimarkkinoilla toimivaan tahoon. ESMA:n toimivalta jakautuu siis unionin oikeuden rikkomisen valvontaan ja kansallisten valvontaviranomaisten välisten erimielisyyksien ratkaisemiseen. ESMA:n toimivalta on säädetty yksityiskohtaisesti ESMA- asetuksessa, mutta sen yksityiskohtaisempi tarkastelu jätetään tässä tutkimuksessa sivuun.<sup>88</sup>

---

<sup>86</sup> ESMA-asetus SEUT 29 artikla)

<sup>87</sup> ESMA-asetus 1(2) artikla

<sup>88</sup> *Kaijala, Ville, Häyrynen, Janne: Uusi arvopaperimarkkinalaki, Helsinki, 2013, s. 34-43*

#### 4.2.4 ESMA ja lyhyeksimyynnin sääntely

ESMA:n roolin hahmottaminen on myös lyhyeksimyyntiä koskevan sääntelyn tarkastelussa tärkeää. ESMA:n ja kansallisten valvontaviranomaisten toimivaltasuhde, ESMA:n tehtävät ja valtuudet yleisesti ja erityistilanteissa, kuten lyhyeksimyynnin osalta erilaiset häiriötilanteet, ovat keskeisiä myös lyhyeksimyynnin tarkastelussa. ESMA:n yleisistä tavoitteista mainittiin aiemmin mm. tehokkaiden markkinoiden luominen ja riskien säänteleminen. Sääntelyn teorian näkökulmasta ja lyhyeksimyynnin osalta huomioitavaa on, että tehokkaiden markkinoiden luominen ja toisaalta riskien säänteleminen voivat olla ristiriidassa keskenään. Tämän seurauksena lainsäätäjä joutuu arvioimaan keskenään ristiriitaisia tavoitteita ja hakemaan eräänlaista kompromissia tavoitteiden kesken. Tämä on myös tutkimuskysymyksen keskeinen osa-alue, eli miten EU-lainsäätäjä onnistui tavoitteessaan toisaalta säännellä finanssimarkkinoilla esiintyviä riskejä, kuten lyhyeksimyynnin osalta poikkeuksellisen voimakkaiden markkina-liikkeiden kiihdyttäminen lyhyeksimyynnillä ja toisaalta turvata ja edistää tehokkaiden markkinoiden luomista.

#### 4.3 Lyhyeksimyynnin sääntelyn edut ja haitat

Lyhyeksimyynnin sääntelyn vaikutukset perustuvat myös osittain puhtaasti lyhyeksimyynnin vaikutuksiin. Sääntelyllä itsellään on myös erilaisia vaikutuksia, joihin palataan yksityiskohdaisemmin tutkimuksen myöhemmässä vaiheessa lyhyeksimyyntiasetuksen vaikutuksia arvioitaessa. Tässä yhteydessä on kuitenkin syytä tarkastella lyhyesti sääntelyn vaikutuksia.

Sääntelyllä voidaan ehkäistä niitä lyhyeksimyynnin haittoja, joita lyhyeksimyynnillä on havaittu olevan. Sääntelyn vaikutuksilla on havaittu osittain ristiriitaisia vaikutuksia arvopapereiden hintavaihteluihin. Sääntelyn on todettu pienentävän voimakkaita hintavaihteluita, mutta tästä on empiirisistä tutkimuksista osittain ristiriitaisia tutkimustuloksia.<sup>89</sup> Sääntelyn hintavaiikutukset ovat usein jääneet kohtuullisen lyhytaikaisiksi. Sääntelyllä on havaittu olevan arvopapereiden selvitysjärjestelmän toimivuutta ja tehokkuutta parantavia vaikutuksia. Erityisen haitallisena pidetyn kattamattoman lyhyeksimyynnin kiellon on todettu parantavan selvitys-

---

<sup>89</sup> Kts. 6. luku

järjestelmän toimivuutta ja luotettavuutta. Yhtenäinen sääntely lisää sääntelyn ja valvonnan ennakoitavuutta ja läpinäkyvyyttä.<sup>90</sup>

Vastaavasti sääntely voi aiheuttaa ja lisätä arvopaperimarkkinoiden tehottomuutta, mikä voi ilmentyä mm. kaupankäyntivolyymien alenemisena ja *bid-ask- spreadin* levenemisenä eli osto- ja myyntitarjousten välisen eron suurenemisena, mikä lisää kaupankäyntikustannuksia. Eräänä sääntelyn tarkoituksena on myös ollut lisätä arvopaperimarkkinoiden läpinäkyvyyttä. Tämä on toteutettu lisäämällä erilaisia lyhyeksi myynnin ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuuksia viranomaisille ja arvopaperimarkkinoilla. Läpinäkyvyyden lisääminen on lähtökohtaisesti luonnollisesti positiivinen tavoite. Lyhyeksi myynnin erityisten piirteiden osalta kuitenkin myös julkistamis- ja ilmoitusvelvollisuuksien vaikutukset saattavat olla ristiriitaisia, sillä niiden on tietyissä tutkimuksissa todettu jopa heikentävän arvopaperimarkkinoiden tehokkuutta. Lisäksi ne voivat luoda oikeustaloustieteen näkökulmasta peliteoreettisia tilanteita, erityisesti osakkeiden lainanantajien ja lainanottajien kesken. Näihin palataan yksityiskohtaisemmin tutkimuksen EU- lainsäädännön vaikutuksia tarkasteltavassa osiossa.<sup>91</sup>

Lyhyeksi myynnin vaikutuksia on tutkittu myös vertaillen maita, joissa lyhyeksi myynti on sallittu ja vastaavasti kielletty. Finanssimarkkinat ovat kehittyneet ja monimutkaistuneet erityisesti viimeisten 20 vuoden aikana. Globaalit sijoittajat ovat yhä vaativampia, ja pääoma liikkuu globaalisti yhä vapaammin ja nopeammin etsien yhä tuottoisempia sijoituskohteita. Lyhyeksi myynnillä on globaaleille sijoittajille ollut merkitystä lähinnä lisätuoton saamisessa sekä suojaustarkoituksessa. Valtion ja jäsenmaan näkökulmasta tarkasteltuna pääoman allokoituminen on erittäin tärkeää talouden ja yritysten toimintaympäristön kannalta. Tietyissä tutkimuksissa onkin todettu, että lyhyeksi myynnin sääntely lisää pääoman poistumista (*capital outflow*) ja vähentää pääoman tuloa (*capital inflow*). Pääoma allokoituu kärjistäen ensisijaisesti markkinoille, joissa lyhyeksi myyntiä ei ole säännelty tai sääntely on lievempää muun informaation ollessa muuttumattomana. EU-tasoisena lyhyeksi myynnin osalta voidaan todeta, että yhtenäinen sääntely asettaa kuitenkin jäsenmaat yhdenvertaiseen asemaan verrattuna ai-

---

<sup>90</sup> Kts. 6. luku

<sup>91</sup> Kts. 6. luku

kaisempaan epäyhtenäiseen käytäntöön sillä edellytyksellä, että sääntelyä myös sovelletaan yhdenmukaisesti eri jäsenmaissa.<sup>92</sup>

## 4.4 EU- lyhyeksimyyntiasetus

### 4.4.1 Yleistä

Asetuksen valmistelussa ja täytäntöönpanossa keskeistä oli viranomaisten ja lainsäätäjän huoli finanssimarkkinoiden voimakkaista markkinaliikkeistä ja epävakaudesta, erityisesti finanssisektorin osakkeista. Vaarana oli koko järjestelmän toimivuus ja finanssisektorin toimintaedellytykset, joita lyhyeksimyyntiin katsottiin uhkaavan ilman yhdenmukaista sääntelyä. Sääntely katsottiin tarpeelliseksi, jotta EU:n sisämarkkinoiden toiminta pystyttäisiin varmistamaan moitteettomasti, ja toimintaedellytyksiä pystyttäisiin parantamaan. Toisaalta lainsäätaja halusi korostaa myös korkeatasoisen kuluttajan- ja sijoittajansuojan varmistamista. Lainsäätaja korosti asetuksen merkitystä, sillä lähtökohtana oli lyhyeksimyyntiin sääntelyn yhdenmukainen soveltaminen jäsenmaiden kesken ja toisaalta valtuuksien antaminen toimivaltaisille kansallisille viranomaisille tai suoraan ESMA:lle tietyissä asetuksen sääntelemissä tilanteissa.<sup>93</sup>

Lainsäätäjän tavoitteena oli lyhyeksimyyntiin sääntelyn mahdollisimman laaja soveltamisala kattaen kaikki rahoitusvälineet. Toisaalta lainsäätaja on tunnustanut lyhyeksimyyntiin positiiviset vaikutukset, sillä asetuksessa mainitaan, että sääntelyn tulee olla oikeassa suhteessa lyhyeksimyyntiin aiheutuviin riskeihin. Asetuksessa mainitaan erikseen, että sääntelyn vaatimuksilla tulee pystyä vaikuttamaan lyhyeksimyyntiin aiheutuviin riskeihin ilman, että lyhyeksimyyntiin positiivinen vaikutus markkinoiden tehokkuuteen heikentyy. Asetuksessa mainitaan vielä lyhyeksimyyntiin merkitys finanssimarkkinoiden toiminnan varmistamisessa tehokkaan hinnanmuodostuksen ja markkinoiden likviditeetin osalta tavanomaisissa markkinaolosuhteissa.<sup>94</sup> Asetuksen sanamuodosta voi tulkita, että lyhyeksimyyntiin ongelmallisuus korostuu poikkeuksellisissa markkinaolosuhteissa eikä niinkään tavanomaisissa markkinaolo-

---

<sup>92</sup> Fabozzi, Frank J.: *Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards*, New Jersey, 2004, s. 323-343

<sup>93</sup> EU-lyhyeksimyyntiasetus

<sup>94</sup> EU-lyhyeksimyyntiasetus

suhteissa. Sääntelyn oikea suhde riskeihin nähden on eräs keskeinen asetelma tutkimuksen vaikutusten arvioimisessa myöhemmin, eli onko tutkimuksen mukaan sääntelyä esimerkiksi kuitenkin säännelty liikaa, jolloin tehokkuus kärsii tai onko jotain säännelty liian kevyesti, jolloin edelleen aiheutuu riskejä tai ongelmatilanteita.

Lainsäätäjä on asetuksessa ottanut voimakkaasti kantaa kattamattomaan lyhyeksimyyniin, sillä kattamaton lyhyeksimyyni kielletään asetuksessa kokonaan. Kattamaton lyhyeksimyyni vaarantaa poikkeuksellisten hintaliikkeiden lisäksi myös arvopaperien selvitysjärjestelmän luotettavuutta. Lainsäätäjä on asetuksessa korostanut myös selvitysjärjestelmän luotettavuuden ja toimivuutta arvopaperimarkkinoiden kannalta, sillä kattamattoman lyhyeksimyynin lisäksi on säädelty keskusvastapuolten velvollisuuksista tietyissä selvitykseen liittyvissä tilanteissa.<sup>95</sup>

Lainsäätäjä on lisäksi korostanut lyhyeksimyntiasetuksessa avoimuuden ja sen lisäämisen merkitystä arvopaperimarkkinoiden kannalta. Avoimuuden lisääminen korostuu lyhyeksimyntiasetuksen ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuuksissa, joita käsitellään asetuksen sisältöä koskevassa osassa. Asetuksessa mainitaan, että ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuuden myötä lisääntynyt avoimuus todennäköisesti hyödyntää sekä sääntelyviranomaisia että markkinatoimijoita.<sup>96</sup> Todennäköisyys-käsitettä pohditaan myöhemmin lyhyeksimyntiasetuksen vaikutuksia tarkasteltaessa. Tutkimuksessa yhtenä osana analysoidaan, miten lainsäätäjä on onnistunut todennäköisyys-käsitteessä, ja aiheuttaako avoimuus mahdollisesti uusia ongelmia. Seuraavassa esitetään lyhyeksimyntiasetuksen keskeinen sisältö, erityisesti osakkeiden näkökulmasta tarkasteltuna.

#### **4.4.2 EU-lyhyeksimyntiasetuksen keskeinen sisältö**

Lyhyeksimyntiasetus koskee rahoitusvälineitä laajasti sisältäen mm. osakkeet, valtionlainat ja luotonriskivaihtosopimukset. Tässä tutkimuksessa on keskitytty kuitenkin pelkästään osakkeiden lyhyeksimyntiä koskevaan tarkasteluun.

---

<sup>95</sup> EU-lyhyeksimyntiasetus

<sup>96</sup> EU-lyhyeksimyntiasetus

Lyhyeksi myyntiasetuksen keskeinen osakkeiden lyhyeksi myyntiä koskeva sisältö voidaan jakaa seuraaviin osiin:

- kattamattoman lyhyeksi myynnin kieltö
- ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuus lyhyistä positioista säädettyjen rajojen mukaan
- viranomaisen mahdollisuus rajoittaa tai kieltää lyhyeksi myynti tiettyjen ehtojen toteutuessa
- markkinatakaustoimintaa koskeva poikkeus lyhyeksi myynnin osalta
- arvopapereiden selvitykseen liittyvä keskusvastapuolten eli selvitysosapuolten velvollisuus järjestää ostomenettely.

Lyhyeksi myyntiasetuksessa säännellään myös sääntelyn suhdetta kolmansiin maihin eli jäsenmaiden ulkopuolelle, mutta tässä tutkimuksessa suhde kolmansiin maihin jätetään tutkimuksen ulkopuolelle. Seuraavassa tarkastellaan asetuksen keskeinen sisältö yksityiskohtaisemmin.<sup>97</sup>

#### ***4.4.2.1 Kattamattoman lyhyeksi myynnin kieltö***

Lyhyeksi myyntiasetuksen mukaan sijoittaja voi myydä julkisen kaupankäynnin kohteena olevan yrityksen osakkeen lyhyeksi, mikäli sijoittaja on lainannut tai tehnyt vastaavan järjestelyn, tehnyt sopimuksen lainaamisesta tai muun vaatimuksen omistusoikeuden siirtymisestä tai muu järjestely, jossa osake on paikannettu ja voidaan kohtuudella olettaa, että selvitys voidaan suorittaa määräajankohtana.<sup>98</sup> Tästä voidaan käytännössä todeta, että kyseessä on ns. kattamattoman lyhyeksi myynnin kieltö (*naked short ban*), eli sijoittaja ei voi myydä osaketta lyhyeksi, ellei hän ole jo ennen myymistä joko lainannut tai muulla tavalla varmistanut, että kyseisen osakkeen selvitys voidaan suorittaa määräajankohtana. Yleisenä selvityspäivänä on yleensä kaupantekopäivän jälkeinen kolmas pankkipäivä (ns. T+3 selvitys), mutta esimerkiksi Saksassa selvityspäivä on toinen pankkipäivä kaupantekopäivän jälkeen (ns. T+2 selvitys). Kattamattoman lyhyeksi myyntikiellon tarkoituksena on parantaa arvopapereiden selvitystä,

---

<sup>97</sup> EU-lyhyeksi myyntiasetus

<sup>98</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 236/2012, lyhyeksi myynnistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä (*EU-lyhyeksi myyntiasetus*), 12 artikla

sillä selvitysongelmat aiheuttavat erilaisia riskejä eri tahoille ja pahimmillaan koko systeemille. Ennen lyhyeksimyntiasetuksen voimaantuloa eri jäsenmaissa on ollut erilaista käytäntöä, ja lisäksi myös kattamattoman lyhyeksimyynnin ja siitä aiheutuvien selvitysongelmien selvittäminen ja seuraamukset ovat olleet hyvin epäyhtenäisiä eri jäsenmaissa.<sup>99</sup>

Kattamattoman lyhyeksimyynnin kiellolla voidaan myös hallita ja estää täysin kontrolloimattonta lyhyeksi myyntiä. Kattamattomalla lyhyeksimyynnillä on teoriassa mahdollista myydä lyhyeksi esimerkiksi yrityksen osakepääoma moninkertaisesti, koska ei myydessä tarvitse lainata osakkeita.

#### ***4.4.2.2 Lyhyen position ilmoittamis- ja julkistamisvelvollisuus***

Lyhyeksimyntiasetuksen yksi keskeisimpiä säädöksiä on 5 ja 6 artiklan mukainen lyhyiden positioiden ilmoittamis- ja julkistamisvelvollisuus. Asetuksen tavoitteissa mainitaan jo avoimuuden lisääminen, joka asetuksen ja sitä koskevien esitöiden mukaan on todennäköisesti hyödyllistä sekä sääntelyviranomaisille että muille markkinaosapuolille.

Sijoittajan on ilmoitettava asianomaiselle toimivaltaiselle viranomaiselle, kun sijoittajan lyhyt positio saavuttaa tai alittaa ns. ilmoituskynnysarvon, joka on 0,2 prosenttia kyseisen yrityksen liikkeeseen lasketusta osakepääomasta. Ilmoitus on annettava myös tämän ilmoituskynnysarvon ylittymisen jälkeen aina 0,1 prosentin välein.

Sijoittajan on vastaavasti julkistettava tiedot lyhyestä positioista, kun sijoittajan lyhyt positio saavuttaa tai alittaa ns. julkistamiskynnysarvon, joka on 0,5 prosenttia kyseisen yrityksen liikkeeseen lasketusta osakepääomasta. Vastaavasti kuten ilmoitusvelvollisuudessakin, ilmoitus on annettava julkistamiskynnysarvon ylittymisen jälkeen aina 0,1 prosentin välein. Täten sijoittajan lyhyen position ollessa 0,2 – 0,499 prosenttia, sijoittajan ilmoittama positio on vain toimivaltaisen viranomaisen tiedossa, mutta position ylittäessä 0,5 prosenttia kyseisen yrityksen liikkeeseen lasketusta osakepääomasta, sijoittajan on julkistettava markkinoille lyhyen

---

<sup>99</sup> Ehdotus asetukseksi lyhyeksimyynnistä 2010 Ehdotus Euroopan Parlamentin ja Neuvoston Asetukseksi lyhyeksimyynnistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimusten osa-alueista (KOM(2010) 482)

position määrä.<sup>100</sup> Suomessa ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuus on toteutetaan siten, että sijoittajan on täytettävä Finanssivalvonnan sivuilta saatava lomake ja lähetettävä lomake Finanssivalvontaan. Finanssivalvonta pitää verkkosivuillaan rekisteriä lyhyistä positioista, jotka ylittävät 0,50 prosenttia kunkin yrityksen liikkeeseen lasketusta osakepääomasta.<sup>101</sup>

#### ***4.4.2.3 Lyhyeksimyynä – viranomaisten toimivalta poikkeuksellisissa olosuhteissa***

Yksi lyhyeksimyntiasetuksen tavoitteista on yhtenäistää jäsenmaiden käytäntöä poikkeuksellisissa olosuhteissa. Tämän vuoksi asetuksessa säädetään toimivaltaisten viranomaisten mahdollisista toimenpiteistä, joihin viranomaiset voivat ryhtyä, mikäli markkinoilla tapahtuu epäsuotuisia tapahtumia tai epäsuotuisaa kehitystä. Asetuksen myötä sijoittajalla on niin Suomessa kuin esimerkiksi Espanjassa liikkeeseen lasketun, julkisen kaupankäynnin kohteena olevan osakkeen osalta tiedossa ennakkoon, millaisissa olosuhteissa kyseisen osakkeen lyhyeksimyynin rajoittaminen tai kieltäminen voi tulla kyseeseen.<sup>102</sup>

Toimivaltainen viranomainen voi asettaa kieltoja tai ehtoja sijoittajalle, joka toteuttaa lyhyeksimyynin tai muun vastaavan transaktion, jossa sijoittaja hyötyy kohde-etuuden arvon laskiessa tietyissä poikkeuksellisissa olosuhteissa. Viranomainen voi asettaa kieltoja tai ehtoja, jos rahoitusvakautteen tai markkinoiden luottamukseen kohdistuu vakava uhka epäsuotuisien tapahtumien tai epäsuotuisan kehityksen vuoksi, ja kielto tai ehto on välttämätön uhan poistamiselle eikä se vaikuta haitallisesti markkinoiden tehokkuuteen suhteettomasti etuihin verrattuna.<sup>103</sup> Toimivaltaisen viranomaisen määräämä kielto tai ehto voi olla voimassa enintään kolme kuukautta, mutta sitä voidaan jatkaa aina kolme kuukautta kerrallaan, jos perusteet kyseiselle kiellolle tai ehdolle ovat edelleen voimassa.<sup>104</sup>

<sup>100</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 236/2012, lyhyeksimyynistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä, 5 ja 6 artikla

<sup>101</sup> Laki Finanssivalvonnasta, [www.finanssivalvonta.fi](http://www.finanssivalvonta.fi), kts.liite 1

<sup>102</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 236/2012 lyhyeksimyynistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä (*lyhyeksimyntiasetus*), 20-23 artikla

<sup>103</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 236/2012 lyhyeksimyynistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä (*lyhyeksimyntiasetus*), 20 artikla

<sup>104</sup> *Lyhyeksimyntiasetus* 24 artikla



Toimivaltainen viranomainen voi myös rajoittaa tilapäisesti osakkeen lyhyeksi myyntiä, jos rahoitusvälineen hinta alenee merkittävästi yhden kaupankäyntipäivän aikana. Viranomaisen on harkittava lyhyeksi myynnin kieltämistä tai rajoittamista, mikäli osakkeen hinta alenee merkittävästi yhden kaupankäyntipäivän aikana, ja asetuksen mukaan kyseinen arvon aleneminen on oltava yli 10 prosenttia likvidin osakkeen osalta. Epälikvidien osakkeiden osalta komissio on erikseen määritellyt eri rajat. Toimivaltainen viranomainen voi kieltää tai rajoittaa kyseisen osakkeen lyhyeksi myyntiä enintään sitä kaupankäyntipäivää seuraavan kaupankäyntipäivän loppuun, jona merkittävä arvon aleneminen toteutui. Jos kyseisen osakkeen arvo alenee edelleen seuraavan kaupankäyntipäivän sulkeutumisessa kyseisestä merkittävästä eli yli 10 prosentin alenemisesta vähintään viisi prosenttia, viranomainen voi jatkaa rajoitusta tai kieltä vielä kaksi kaupankäyntipäivää toisen kaupankäyntipäivän päätyttyä.<sup>105</sup> Jos esimerkiksi Nokian osakkeen arvo alenee yhtenä kaupankäyntipäivänä 11 prosenttia, voi viranomainen kieltää osakkeen lyhyeksi myynnin seuraavan kaupankäyntipäivän loppuun. Jos Nokian osakkeen arvo edelleen alenee seuraavan kaupankäyntipäivän sulkeutumisessa esimerkiksi kuusi prosenttia, voi viranomainen jatkaa kieltä vielä kaksi kaupankäyntipäivää.

#### ***4.2.2.4 Markkinatakaustoiminnan poikkeus lyhyeksi myynissä***

Lyhyeksi myyntiasetuksen esitöissä ja asetuksessa todetaan lyhyeksi myynnin hyödyt markkinoiden tehokkuudelle, toimivuudelle ja likviditeetin parantamiselle. Markkinatakaustoiminta on tärkeässä asemassa markkinoilla likviditeetin tarjoamisessa, ja lyhyeksi myynti on keskeisessä asemassa markkinatakaajien tehokkaassa toiminnassa. Markkinatakaustoimintaa suorittavat käytännössä arvopaperivälittäjät, pankit ja rahoituslaitokset. Perinteisesti markkinatakaajien lyhyeksi myynti voi tapahtua usealla eri tavalla. Markkinatakausta voidaan havainnollistaa seuraavan esimerkin avulla: oletetaan esimerkiksi, että markkinatakaaja tarjoaa Nokian osakkeessa markkinatakausta ja tarjoaa markkinoille hintanoteerausta 5,20 EUR- 5,25 EUR

---

<sup>105</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 236/2012 lyhyeksi myynnistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä (*lyhyeksi myyntiasetus*), 23 artikla

(osto- ja myyntinoteeraus). Mikäli sijoittaja ostaa pörssissä markkinatakaajalta hintaan 5,25 EUR, markkinatakaajalle syntyy lyhyt positio eli lyhyeksi myynti.

Asetuksessa todetaan, että markkinatakaajien toiminnan kannalta lyhyeksi myynti on olennaista, ettei markkinoiden likviditeetti heikenny olennaisesti. Asetuksessa todetaan myös, että markkinatakaajille on sallittava tiettyjä poikkeuksia markkinoiden tehokkuuden kannalta.<sup>106</sup>

Markkinatakaajien keskeisimpiä poikkeuksia ovat, että markkinatakaajien ei tarvitse ilmoittaa ja julkaista aiemmin mainittua asetuksen mukaista lyhyen position määrää kynnysarvon yltävästä osasta viranomaisille. Toiseksi markkinatakaajat voivat suorittaa myös osakkeiden kattamatonta lyhyeksi myyntiä (*naked short*). Markkinatakaajien on kuitenkin ilmoitettava viranomaisille käytettävästä poikkeuksesta kunkin rahoitusvälineen osalta. Lisäksi huomiotavaa on, että markkinatakaajat voivat soveltaa poikkeuksia vain markkinatakaustoimintaan, mutta ei omaan lukuun käytävään kaupankäyntiin.<sup>107</sup> Käytännössä markkinatakaus ja omaan lukuun liittyvä kaupankäynti liittyvät tietyissä tilanteissa läheisesti toisiinsa. Tällöin markkinatakaajien osalta ongelmaksi voi muodostua markkinatakauksenkin heikkeneminen oman kaupankäynnin kiellon vuoksi. Tämän tarkasteluun palataan tutkimuksen vaikutuksia koskevassa osassa.

#### **4.4.2.5 Keskusvastapuolien velvollisuus ostomenettelyyn – osakkeen selvitys**

Lyhyeksi myyntiasetuksen yksi keskeinen tavoite on myös parantaa arvopaperien selvitystä, ja lyhyeksi myynti on usein aiheuttanut erilaisia ongelmia arvopaperien selvitykselle. Lyhyeksi myynti on usein aiheuttanut useiden päivien ja pahimmillaan useiden kuukausien viivästymisiä arvopaperien selvitykselle. Aiemmin mainitun kattamattoman lyhyeksi myynnin kiellon tarkoituksena on myös osaltaan parantaa arvopaperien selvitystä, mutta sen lisäksi asetuksessa

<sup>106</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 236/2012 lyhyeksi myynnistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä (*lyhyeksi myyntiasetus*), johdanto 26 kohta

<sup>107</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 236/2012 lyhyeksi myynnistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä (*lyhyeksi myyntiasetus*), johdanto 26 kohta

säädetään keskusvastapuolen velvollisuus tietyillä menettelyillä varmistaa ja parantaa arvopapereiden selvitystä.<sup>108</sup>

Keskusvastapuolella tarkoitetaan tahoa, joka tarjoaa osakkeiden selvityspalveluja. Käytännössä keskusvastapuolena toimivat arvopaperivälittäjät, pankit ja erilaiset rahoituslaitokset, joiden liiketoimintaan kuuluu osakkeiden ja mahdollisesti muiden arvopapereiden ja rahoitusvälineiden selvityspalvelut. Mikäli sijoittaja myy lyhyeksi osakkeen eikä pysty sitä selvityspäivänä toimittamaan, keskusvastapuolen velvollisuutena on ryhtyä toimenpiteisiin kyseisen osakkeen selvityksen onnistumiseksi. Keskusvastapuolen on neljän arkipäivän kuluessa joko ostettava kyseinen osake, tai mikäli ostaminen ei ole mahdollista (esim. epälikvidin markkinatilanteen vuoksi), maksettava ostajalle toimitettavien osakkeiden mukainen määrä toimituspäivänä. Lisäksi ostajalla on oikeus saada korvaus epäonnistuneesta selvityksestä aiheutuneista kustannuksista. Sijoittaja, joka ei ole toimittanut kyseistä osaketta selvityspäivään mennessä, joutuu maksamaan kaikista yllä mainituista toimenpiteistä aiheutuvat kustannukset, ja lisäksi keskusvastapuolen velvollisuutena on veloittaa riittävän suuri päivittäinen maksu sijoittajalta, joka ei ole toimittanut osaketta selvityksen määräpäivään mennessä.<sup>109</sup>

#### 4.5 Kansallinen lainsäädäntö – laki Finanssivalvonnasta

Lyhyeksi myyntiasetuksessa säädetyistä asioista ei aiemmin ole Suomessa ollut kansallista lainsäädäntöä. Marraskuusta 2012 lähtien sovellettu EU:n lyhyeksi myyntiasetus on asetuksena Suomessa suoraan sovellettavaa oikeutta. Kansallisessa lainsäädännössä on kuitenkin asetuksen mukaan määriteltävä toimivaltaiset viranomaiset asetuksen soveltamista varten ja lisäksi annettava kansalliset säännökset asetuksen rikkomisen seuraamuksista ja hallinnollisista toimenpiteistä.<sup>110</sup> Tämän vuoksi lakiin Finanssivalvonnasta tehtiin muutoksia, ja muutokset astuivat voimaan 1.1.2013.

<sup>108</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 236/2012 lyhyeksi myynnistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä (*lyhyeksi myyntiasetus*), 15 artikla

<sup>109</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 236/2012 lyhyeksi myynnistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä (*lyhyeksi myyntiasetus*), 15 artikla

<sup>110</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 236/2012 lyhyeksi myynnistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä (*lyhyeksi myyntiasetus*), 32 ja 41 artikla

Lakiin Finanssivalvonnasta tehdyillä muutoksilla asetettiin voimaan asetuksen mukaisesti valvontaviranomainen eli Finanssivalvonta ja lisäksi hallinnolliset seuraamukset asetuksen noudattamatta jättämisestä ja rikkomisesta.<sup>111</sup> Lakiin Finanssivalvonnasta tehdyillä muutoksilla säädettiin myös päätöksentekomekanismista aiemmin asetuksessa mainitusta poikkeuksellisesta olosuhteista ja niihin soveltuvista viranomaisten toimivaltuuksista. Asetuksen soveltamisessa Finanssivalvonta on toimivaltainen viranomainen, joka tekee tarvittaessa asetuksen edellyttämät toimenpiteet ja päätökset. Finanssivalvonnan on tietyissä tilanteissa kuitenkin kuultava valtiovarainministeriötä ja Suomen Pankkia, ja eräissä tilanteissa pidättäydyttävä toimenpiteistä, mikäli valtiovarainministeriö vastustaa kyseisiä toimenpiteitä. Valvonnan kannalta huomioitavaa ja Finanssivalvonnan kannalta haasteellista on se, että asetus koskee myös luonnollisia henkilöitä ja oikeushenkilöitä, jotka eivät kuulu finanssimarkkinoilla säänneltyihin varsinaisiin Finanssivalvonnan valvottaviin ja muihin finanssimarkkinoilla toimiviin.<sup>112</sup>

---

<sup>111</sup> Laki Finanssivalvonnasta 19.12.2008/878, HE 121/2012 Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamiseksi, Finanssivalvonnan ohjeellinen rikemaksutaulukko ([http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Valvonta/Hallinnolliset\\_seuraamukset/Pages/Rikemaksujen\\_suuruus.aspx](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Valvonta/Hallinnolliset_seuraamukset/Pages/Rikemaksujen_suuruus.aspx))

<sup>112</sup> HE 121/2012 Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamiseksi

## 5 Sääntely ja kansainvälinen vertailu

Pääomien vapautumisen ja arvopaperimarkkinoiden kehittymisen vuoksi pääoma liikkuu yhä vapaammin ja nopeammin kohteista toisiin ja markkinoista toisiin markkinoihin. Lyhyeksi-myynnin sääntely voi vaikuttaa jopa pääomien liikkuvuuteen, joten on syytä käydä yleisluonteisesti läpi lyhyeksi-myynnin sääntelyn kansainvälinen tarkastelu. Tässä luvussa käsitellään yleisluonteisesti lyhyeksi-myynnin sääntelyä kansainvälisesti vertaillen ennen EU:n lyhyeksi-myynnin sääntelyn voimaantuloa ja sen jälkeen. Tässä luvussa tarkastellaan myös EU:n ja Yhdysvaltojen lyhyeksi-myynnin keskeisiä eroja, kuten ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuus ja lyhyeksi-myynnin sääntely ennen osakeantitilanteissa. Vertailun tarkoituksena on luoda lisäedellytyksiä tutkimuksen keskeiselle osalle, jossa analysoidaan lyhyeksi-myyntiasetuksen vaikutuksia. Kysymyksenä tiettyjen vaikutusten osalta on, että miksi EU- tasoinen lainsäätäjä on valinnut tietyt vaatimukset Yhdysvaltoja tiukemmiksi, ja vastaavasti tietyt vaatimukset ovat Yhdysvaltoja kevyempiä.

### 5.1 Kansainvälinen yleiskatsaus

Finanssikriisi yhtenäisti lyhyeksi-myynnin sääntelyä EU:ssa, mutta myös sääntelyn valmistelutöissä tehtiin yhteistyötä Yhdysvaltojen ja Japanin viranomaisten kanssa.<sup>113</sup> Ennen finanssikriisiä sääntely oli globaalisti hyvin epäyhtenäinen. Koko maailmaan tarkasteltaessa voidaan jakaa valtiot niihin, joissa lyhyeksi-myynti sallitaan joko ilman sääntelyä tai sääntelyn mukaisesti ja niihin valtioihin, joissa lyhyeksi-myynti on kielletty tai muiden syiden vuoksi käytännössä olematonta. Globaalisti listattujen yritysten yhteenlasketusta markkina- arvosta yli 90 % (90-96 %) on teoriassa mahdollista myydä lyhyeksi. Lyhyeksi-myynti on kokonaan kielletty joissakin Aasian maissa (mm. Pakistan, Taiwan ja Etelä-Korea), joissakin Etelä-Amerikan maissa (mm. Peru ja Venezuela) ja Afrikan maissa kuten Zimbabvessa. Lyhyeksi-myynti on joissakin maissa sallittu, mutta käytännössä sitä ei harjoiteta. Tällaisia maita ovat esimerkiksi Turkki, Intia, Chile ja myös Suomi 2000- luvun alussa. Joissakin maissa lyhyeksi-myynti voi olla tietyiltä sijoittajilta kielletty tai muuten rajoitettu, esimerkiksi Intiassa ulkomaalaiset si-

---

<sup>113</sup> EU-lyhyeksi-myyntiasetus

joittajat eivät voi myydä lyhyeksi, ja Brasiliassa lyhyeksi myyjiltä vaaditaan, että heillä on paikallinen edustaja (*legal representative*).<sup>114</sup>

Arvopaperimarkkinat ovat usein kehittymättömät, ja hinnanmuodostus tehotonta maissa, joissa lyhyeksi myynti on kielletty. Arvopaperimarkkinoilla on myös jossakin määrin kehitystä, jossa yhtiöt ovat paikallisen markkinapaikan ohella hakeutuneet myös toisille markkinapaikoille ja lähinnä Yhdysvaltoihin, jossa ulkomaalaisten yritysten listaukset ovat kasvaneet merkittävästi. Yhdysvaltojen markkinapaikat ovat tarjonneet ulkomaalaisille yrityksille mahdollisuuden listata osakkeitaan ADR:ien (*American Depository Receipt*) tai GDR:ien (*Global Depository Receipt*) muodossa. Täten pääoma on voinut myös lyhyeksi myynnin osalta ohjautua paikallisesta markkinapaikasta markkinapaikalle, jossa yhtiön osakkeen lyhyeksi myynti on sallittua. Käytännössä on myös havaittu olevan maita, joissa lyhyeksi myynti on sallittua, mutta sitä ei jostakin syystä ole harrastettu. Tähän voi olla useita eri syitä, kuten markkinoiden kehittymättömyys, omistusrakenne, osakelainaus jne. Suomi on myös esimerkkimaa, jossa lyhyeksi myynti alkoi tilastojen mukaan yleistyä vasta viimeisen kymmenen vuoden aikana, vaikka lyhyeksi myynti on ollut sallittua vuodesta 1998 lähtien. Nokian osake oli esimerkki aika pitkään siitä, että paikallisessa pörssissä ei harrastettu lyhyeksi myyntiä merkittävässä määrin. Nokian NYSE:ssä listattu ADR on ollut mahdollista myydä lyhyeksi ja myös käytännössä lyhyeksi myyntiä on harjoitettu NYSE:ssä. Nokian osaketta myydään nykyään lyhyeksi myös paikallisessa pörssissä Helsingissä (NasdaqOMX Helsinki).

Pääoma liikkuu arvopaperimarkkinoiden kehittymisen myötä yhä vapaammin ja nopeammin. Lyhyeksi myynnin osalta on eri tutkimuksissa todettu, että pääoma hakeutuu ensisijaisesti tehokkaille markkinoille ja markkinoille, joissa lyhyeksi myynti on sallittua. Tähän arvellaan olevan syynä se, että kansainvälisten sijoittajien on vaikea suojata portfolioitaan niillä markkinoilla, joissa lyhyeksi myynti on kielletty tai muista syistä käytännössä mahdotonta. Lyhyesti voidaan todeta, että sofistikoituneet kansainväliset sijoittajat preferoivat sijoituspäätöksissään arvopaperimarkkinoita, jotka ovat tehokkaita, ja joilla on mahdollisuus suojata sijoituksia myös lyhyeksi myynnin avulla.

---

<sup>114</sup> Fabozzi, Frank J.: *Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards*, New Jersey, 2004, s. 323-343

## 5.2 Pohjoismaat ja EU

Ennen lyhyeksimyntiasetuksen voimaantuloa lyhyeksimyynnin sääntely oli myös Pohjoismaiden kesken hyvin epäyhtenäistä. Suomessa ja Ruotsissa ei lyhyeksimyntiä säännelty mitenkään ennen lyhyeksimyntiasetuksen voimaantuloa, kun vastaavasti Norjassa, Tanskassa ja Islannissa lyhyeksimynti oli säänneltyä.<sup>115</sup>

Euroopassa lyhyeksimyntiä oli säännelty jo ennen lyhyeksimyntiasetuksen voimaantuloa mm. Iso-Britanniassa, Saksassa ja Ranskassa. Rajoitukset ja kiellot olivat pääasiassa kohdistuneet finanssisektorin ja pääasiassa pankkien osakkeisiin. Kiellot ja rajoitukset olivat määräaikaista, joilla pyrittiin rauhoittamaan finanssisektorin osakkeiden voimakas arvon alentuminen. Espanjassa oli aiemmin kielletty ainoastaan puhtaasti kattamaton lyhyeksimynti. Eri jäsenmaiden kesken oli tyypillistä kieltojen ja rajoitusten määräaikaisuus, mikä perustui kunkin jäsenmaan viranomaisten harkintavaltaan.<sup>116</sup>

Ongelmana oli sääntelyn epäyhtenäisyys ja jäsenmaiden toimivaltaisten viranomaisten yhteistyö ja koordinointi. Erityisen ongelmallisia olivat tilanteet, joissa tietyn yrityksen osake oli listattu esimerkiksi kahdessa eri jäsenmaassa. Tällöin oli mahdollista, että tietyn osakkeen lyhyeksimynti oli rajoitettu tai kielletty toisessa jäsenmaassa, mutta toisessa jäsenmaassa lyhyeksimynti oli vielä sallittua ilman kieltoa tai rajoituksia.

## 5.3 EU vs. Yhdysvallat

Lyhyeksimyntiasetusta ja sen vaikutuksia tarkasteltaessa on syytä vertailla sääntelyä Euroopassa ja Yhdysvalloissa keskenään. Yhdysvallat on perinteisesti ollut finanssimarkkinoiden johtavia maita, ja lisäksi useiden eurooppalaisten yritysten osakkeet ovat listattu paikallisen markkinapaikan lisäksi Yhdysvalloissa (NYSE, Nasdaq) aiemmin mainitun ADR:ien ja

---

<sup>115</sup> *Knuts, Mårten*: Behövs ett förbud mot short selling på värdepappersmarknaden ?, NTS 2009:1-, CESR

<sup>116</sup> *Knuts, Mårten*: Behövs ett förbud mot short selling på värdepappersmarknaden ?, NTS 2009:1-

GDR:ien kautta. Tällöin kysymys on, miten sääntely eroaa Euroopassa ja Yhdysvalloissa, ja voiko se luoda joitakin ongelmia arvopaperimarkkinoiden näkökulmasta tarkasteltuna.

### **5.3.1 Keskeiset yhtäläisyydet**

#### ***5.3.1.1 Kattamattoman lyhyeksimyyntin kielto***

EU:n ja Yhdysvaltojen lyhyeksimyyntin sääntelyssä on paljon yhtäläisyyksiä keskenään, ja tähän vaikuttivat finanssikriisi ja eri maiden viranomaisten yhteistyö keskenään sääntelyn valmistelussa. Euroopassa lyhyeksimyyntiä sääntelee lyhyeksimyyntiasetus ja vastaavasti Yhdysvalloissa *17 CFR Part 242 – Regulation M, SHO, ATS, AC, and NMS and Customer Requirements for Security Futures*. Keskeinen yhtäläisyys Euroopan ja Yhdysvaltojen välillä on kattamattoman lyhyeksimyyntin kielto. Euroopassa ja Yhdysvalloissa lyhyeksimyyjän on joko lainattava tai muulla tavalla varmistettava, että lyhyeksimyyjä on jollakin muulla tavalla varmistanut, että pystyy toimittamaan lyhyeksi myydyt osakkeet.<sup>117</sup> Lainausvaatimukseen sisältyy joitakin teknisiä eroja Euroopan ja Yhdysvaltojen kesken, mutta niitä ei tässä tutkimuksessa tarkastella.

#### ***5.3.1.2 Lyhyeksimyyntin rajoitus osakkeen markkinaliikkeen seurauksena***

Yhtäläisyyksiin voidaan katsoa kuuluvan myös se, että sekä Euroopassa että Yhdysvalloissa tietyn osakkeen lyhyeksimyyntiä voidaan rajoittaa, mikäli osakkeen arvo alenee tietyssä ajassa. Tämä on molemmissa katsottu tarpeelliseksi, jotta poikkeuksellisen merkittäviä osakkeiden hintojen alentumisia voidaan rajoittaa. Yksittäisen osakkeen lyhyeksimyyntin rajoittamisessa ja sen täytäntöönpanossa on kuitenkin eroavaisuuksia, erityisesti teknisten täytäntöönpanojen kannalta. EU- lyhyeksimyyntiasetuksen mukaan yksittäisen likvidin osakkeen lyhyeksimyyntiä voidaan rajoittaa toimivaltaisen viranomaisen toimesta, mikäli osake laskee yli 10 % kaupankäyntipäivänä. Täten Euroopassa rajoitus on toimivaltaisen viranomaisen har-

---

<sup>117</sup> EU-lyhyeksimyyntiasetus, Regulation SHO, CFR, Title 17, Chapter II, Part 242, Section 242



kinnassa.<sup>118</sup> Yhdysvalloissa yksittäisen osakkeen lyhyeksi-myynnin rajoittaminen on toteutettu automaattisemmin ns. *Circuit Breaker*- säännön perusteella. *Circuit Breaker*- sääntö antaa automaattisesti hälytyksen, mikäli osakkeen hinta laskee yli 10 % kaupankäyntipäivänä verrattuna edellisen kaupankäyntipäivän kurssiin. Tällöin lähtökohtaisesti lyhyeksi-myyntiä koskevat rajoitukset astuvat voimaan.<sup>119</sup>

### 5.3.1.3 Keskusvastapuolen/säilyttäjän velvollisuus

Euroopassa ja Yhdysvalloissa on molempien lyhyeksi-myyntiä koskevan sääntelyn osalta säädetty keskusvastapuolen tai muun tahon, joka toimii osakkeiden säilytysyhteisönä, velvollisuudesta toimia tietyissä säännellyissä tilanteissa. EU-lyhyeksi-myntiasetuksen mukaan keskusvastapuolen velvollisuus on ostaa lyhyeksi-myynnin puolesta takaisin osakkeet, joita lyhyeksi-myynnin ei jostakin syystä ole toimittanut selvityspäivänä. Vastaava velvollisuus on myös Yhdysvalloissa ns. *Close Out- requirement*- sääntelyn mukaan, jossa EU- lyhyeksi-myntiasetusta vastaavasti säilyttäjät yhteisön on lyhyeksi-myynnin puolesta ostettava selvityspäivänä toimittamattomat osakkeet takaisin. Tällöin se taho, joka ei ole toimittanut osakkeita selvityspäivään mennessä, joutuu maksamaan takaisinostosta (*buy-in*) aiheutuneet kustannukset. Molemmissa järjestelmissä on haluttu korostaa arvopaperien selvitysjärjestelmän toimivuutta ja luotettavuutta, ja eräänä keinona lainsäätäjä on toteuttanut tämän asettamalla säilyttäjät yhteisölle velvollisuuden toimia tilanteessa, joissa myyjä ei syystä tai toisesta toimita osakkeita ajoissa. Selvittämättömät arvopaperit aiheuttavat pahimmillaan merkittäviä kustannuksia osapuolille, mikä todettiin mm. investointipankin Lehman Brothers Inc. kaaduttua vuonna 2008.<sup>120</sup> Lehman Brothers Inc.:n konkurssin jälkeen arvopaperikauppojen selvityksessä oli jopa useita vuosia selvittämättömiä kauppia, joiden selvitysyhteisönä tai arvopaperivälittäjänä oli toiminut Lehman Brothers Inc.

<sup>118</sup> EU-lyhyeksi-myntiasetus

<sup>119</sup> Regulation SHO, CFR, Title 17, Chapter II, Part 242, Section 242.201 – Circuit Breaker (Yhdysvallat)

<sup>120</sup> EU-lyhyeksi-myntiasetus, CFR, Title 17, Chapter II, Part 242, Section 242.204 Close-Out requirement

### 5.3.2 Erot

EU:n ja Yhdysvaltojen lyhyeksimyyntiä koskevaan sääntelyyn sisältyy myös joitakin eroavaisuuksia. Keskeisimpiä eroavaisuuksia ovat mm. lyhyeksimyynnin sääntely osakeantitilanteissa, lyhyeksimyynnin ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuuksia koskevat vaatimukset sekä kaupankäyntiin ja lähinnä tekniseen lyhyeksimyyntiin liittyvä ns. *up tick*- sääntö.<sup>121</sup>

#### 5.3.2.1 Lyhyeksimyynti ja osakeanti

Osakeanteihin ja muihin vastaaviin julkisesti tarjottaviin osakemyynteihin saattaa liittyä tilanteita, joissa lyhyeksimyyjät ja erityisesti vipurahastot yrittävät hyödyntää tilanteita hyväkseen. Käytännössä tämä tapahtuu siten, että juuri ennen osakeantia tai muuta julkista osakemyyntiä sijoittaja myy lyhyeksi osakkeita. Osakeanti tai muu vastaava osakkeiden julkinen myynti tapahtuu usein tietyllä alennuksella (*discount*), jolloin lyhyeksimyyjä ostaa ennen antia tai muuta vastaavaa myydyt osakkeensa annissa takaisin, ja hyötyy kyseisestä alennuksesta muiden osakkeenomistajien kustannuksella. Lyhyeksimyyjä välttyy myös takaisinostosta liittyvistä transaktiokustannuksista, joita normaalisti ovat mm. kaupankäyntikulut ja ostojen aiheuttama markkinavaikutus.<sup>122</sup>

Yhdysvalloissa lainsäätäjä on katsonut tarpeelliseksi säädellä myös kyseisiä osakeantitilanteita tai muita vastaavia julkisia tarjouksia osakkeiden myynnistä (*public offering*). Yhdysvalloissa lyhyeksimyynti on osakeantitilanteissa säädelty siten, että lyhyeksimyynti on kiellettyä viisi päivää ennen osakeantia tai muuta julkista myyntiä. Täten on katsottu tarpeelliseksi, että lyhyeksimyyjälle sisältyy pidempiaikainen markkinariski lyhyeksimyynnistä eikä lyhyeksimyyjä voi hyödyntää osakeanteihin liittyvää alennusta muiden osakkeenomistajien kustannuksella, ainakaan merkittävässä määrin.<sup>123</sup>

<sup>121</sup> Regulation SHO: CFR, Title 17, Chapter II, Part 242, Section 242, 201 – Circuit Breaker (Yhdysvallat), Up-tick rule on nykyään Circuit Breaker- sääntöjen alla, ja koskee vain yli 10 % laskeneita osakkeita eli niitä osakkeita, jotka joutuvat Circuit- menettelyyn.

<sup>122</sup> Regulation M: CFR, Title 17, Chapter II, Part 242, Section 242, 105 – Short selling in connection with a public offering (Yhdysvallat)

<sup>123</sup> Regulation M: CFR, Title 17, Chapter II, Part 242, Section 242, 105 – Short selling in connection with a public offering (Yhdysvallat)

Euroopassa lainsäätäjä ei katsonut EU- lyhyeksimyntiasetuksessa tarpeelliseksi säännellä kyseisiä osakeantitilanteita tai muita vastaavia tilanteita. Täten EU:ssa lyhyeksimyyjät voivat edelleen hyödyntää tai yrittää hyödyntää osakeantitilanteita siten, että myyvät mahdollisimman lähellä osakeantia osakkeita ja ostavat ne itselleen takaisin osakeannissa. Lyhyeksimyntiasetuksesta tai sen esitöistä ei löydy lainsäätäjän perusteita, miksi EU:ssa ei säännelty tai koettu tarpeelliseksi säännellä kyseisiä erikoistilanteita. Toisaalta voidaan myös perustella, että yrityksen osakkeenomistajilla on kattamattoman lyhyeksimyynnin kiellon vuoksi aina kontrollivalta siitä, suostuvatko he lainaamaan heidän omistamiaan osakkeitaan esimerkiksi osakeantitilanteessa. Täten osakkeenomistajat voivat luonnollisesti päättää ilman sääntelyäkin, että he eivät lainaa osakeantitilanteessa osakkeitaan, jolloin lyhyeksimyyjät eivät pysty hyödyntämään osakeanteihin liittyvää mahdollista alennusta.

### ***5.3.2.2 Ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuus***

Lyhyeksimyynnin ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuus poikkeavat EU:ssa ja Yhdysvalloissa vaatimusten sisällön suhteen. EU:ssa ja Yhdysvalloissa on molemmissa koettu tarpeelliseksi lisätä avoimuutta myös lyhyeksimyntiin liittyen, ja lyhyeksimyynnin ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuus on säännelty sekä EU:ssa että Yhdysvalloissa.

EU:ssa lainsäätäjä on asettanut selvästi tiukemmat vaatimukset ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuudelle verrattuna Yhdysvaltoihin. EU- lyhyeksimyntiasetuksen mukaan EU:ssa lyhyeksimyyjän on ilmoitettava lyhyeksimyntien määrä jokaisena kaupankäyntipäivänä, mikäli lyhyeksimynti ylittää tietyn rajan, kuten aiemmin asetuksen keskeistä sisältöä tarkasteltaessa todettiin. Lisäksi EU:ssa lyhyeksimynti julkaistaan jokaisena kaupankäyntipäivänä, kun tietty raja ylittyy. Lainsäätäjä on siis EU:ssa korostanut erityisen voimakkaasti avoimuuden merkitystä. Lisäksi voidaan todeta, että EU:n ilmoitus- ja julkistamisrajat on asetettu kohtuullisen alhaiselle tasolle.<sup>124</sup>

---

<sup>124</sup> EU-lyhyeksimyntiasetus

Yhdysvalloissa lyhyeksiytynti tulee ilmoittaa kerran kuussa, eli joka kuun 15. päivänä viranomaisille, eli huomattavasti harvemmin kuin EU:ssa. Lisäksi EU:sta poikkeaa se, että Yhdysvalloissa lyhyeksiytyntitilastot julkaistaan kahdeksan päivää ilmoitusvelvollisuuden jälkeen. Täten viranomaiset saavat informaation markkinaosapuolia aiemmin.

EU:n lyhyeksiytyntin tiukkoja ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuusvaatimuksia analysoidaan erityisesti tutkimuksen vaikutuksia koskevassa osassa myöhemmin. Vastapainona ovat arvopaperimarkkinoiden avoimuus ja toisaalta tilanteet, joissa liika avoimuus voi johtaa pahimmillaan tehokkuuden heikkenemiseen.<sup>125</sup>

### 5.3.2.3 *Up tick- rule*

EU:n lyhyeksiytyntiasetus ei sisällä varsinaista kaupankäyntiä koskevia säädöksiä. Siten lyhyeksiytyntiin sovelletaan samoja säädöksiä kuin normaalissa arvopaperikaupankäynnissä eli mm. Helsingin pörssin kaupankäyntisäännöt, laki rahoitusvälineiden kaupankäynnistä, markkinoiden väärinkäyttöasetus jne.

Yhdysvalloissa säännellään lyhyeksiytyntiä myös teknisellä kaupankäyntitasolla, ja keskeisin säännös on ns. *up tick-rule*. Kyseisen säännön mukaan lyhyeksiytynti tulee ensinnäkin merkitä myyntitarjoukseen, että kyseessä on lyhyeksiytynti (*short sale*). Lisäksi lyhyeksiytynti voi myydä vain viimeistä kaupankäyntihintaa korkeampaan hintaan tai sitä alempaan hintaan vain samalla myyntitarjoustasolla kuin muiden myyjien myyntitarjoukset ovat. Täten lyhyeksiytynti ei saa siis myydä ostotarjoushintaan, ellei ostotarjous ei ole korkeammalla tasolla kuin edellinen kaupankäyntihinta.<sup>126</sup>

Kyseisellä *up tick-* säännöllä voi olla merkittävä vaikutus, miten lyhyeksiytynti pystyy vaikuttamaan osakkeen hintaan. Sääntöä voidaan havainnollistaa seuraavalla esimerkillä: oletetaan, että kaupankäyntipäivänä tiettyyn osakkeeseen kohdistuu myyntipaineita, ja kaupan-

<sup>125</sup> EU-lyhyeksiytyntiasetus, *Fabozzi, Frank J.*: Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards, New Jersey, 2004, s. 233-253

<sup>126</sup> Regulation SHO, CFR, Title 17, Chapter II, Part 242, Section 242, 201 – Circuit Breaker (Yhdysvallat), Huom ! Koskee vain, jos osake joutuu Circuit Breaker-menettelyyn eli laskee yli 10 %

käynti tapahtuu koko päivän aikana siten, että kaupat toteutuvat aina ostotarjoukseen ja seuraava ostotarjous on aina edellistä kaupankäyntihintaa alempi. Tällöin osakkeen hinta laskee siis tasaisesti koko kaupankäyntipäivän ajan. Tällöin *up tick*- säännön mukaan ei kyseistä osaketta voi myydä lyhyeksi ollenkaan kyseisenä päivänä.

Tiivistettynä voidaan siis todeta, että EU:ssa lyhyeksimyyjät voivat esimerkiksi yhtenä kaupankäyntipäivänä halutessaan myydä osakkeita useita ostotarjoustasoja kerralla, jolloin osakkeen hinta voi laskea kiihtyvästi. EU:ssa lyhyeksimyyjienkin tulee noudattaa samoja säädöksiä, joita sovelletaan tavallisessa arvopaperien kaupankäynnissä (esim. markkinoiden väärinkäytösasetus, markkinapaikkojen säännöt jne.). Vastaavasti Yhdysvalloissa *up tick*- säännöllä voi osakkeen hinnan ja tarjoustasojen kehittymisestä riippuen kaupankäyntipäivänä olla osakkeen hinnan voimakasta alenemista estävä vaikutus.

*Up tick*- sääntö on yksityiskohtainen, kaupankäyntiä koskeva sääntö, eikä tässä tutkimuksessa ole syytä mennä liian yksityiskohtaiselle ja tekniselle tasolle. Kuten aiemmin mainittiin, kyseinen sääntö voi olla kuitenkin tehokas kontrolli täysin holtittomalle ja paniikinomaiselle lyhyeksi myynnille, tosin sen hyödystä on myös ristiriitaisia tutkimustuloksia, joiden mukaan *up tick*- säännöllä ei merkittävästi ole vaikutusta kaupankäyntivolyymeihin ja hintakehitykseen.<sup>127</sup> EU:n lainsäätäjä ei ota asetuksessa eikä sen esitöissä kantaa siihen, harkittiinko kyseistä sääntöä tai vastaavanlaista sääntöä myös EU- lyhyeksi myyntiasetukselle.

---

<sup>127</sup> Bai, Lynn; The Uptick Rule of Short Sale Regulation: Can it Alleviate Downward Price Pressure from Negative Earnings Shocks ?, Rutgers Business Law Journal, 2008

## 6 Lyhyksimyynnin sääntelyn vaikutukset

### 6.1 Yleistä

Lyhyksimyynnin sääntely toteutettiin Euroopassa finanssikriisin yhteydessä kohtuullisen nopealla aikataululla. Lainsäätäjä arvioi tarpeelliseksi luoda yhtenäinen sääntely lyhyksimyynnille. Lyhyksimyynnin aiheuttamat markkinahäiriöt lisääntyivät, ja markkinahäiriöihin oli lainsäätäjän näkökulmasta puututtava myös tulevaisuuden markkinahäiriöitä varten. Sääntelemättömällä lyhyksimyynnillä oli sääntelyteorian näkökulmasta erilaisia ulkoishaittoja, kuten epäyhtenäinen käytäntö eri jäsenmaiden välillä, selvittämättömien arvopapereiden aiheuttamat kustannukset ja poikkeuksellisen voimakkaat markkinaliikkeet, joiden vähentämisen lainsäätäjä katsoi tarpeelliseksi. Kolmanneksi myös lyhyksimyynnin sääntelyllä voidaan katsoa sääntelyteorian mukaisesti yhtenä tavoitteena olleen vähentää epäsymmetrisestä informaatiosta aiheutuvia haittoja (esim. ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuus). *Tinbergin*-säännön mukaan sääntelyllä on realistiset mahdollisuudet onnistua, kun sääntelyn keinoja on enemmän kuin sääntelyn tavoitteita. Lyhyksimyynntiasetuksessa sääntelyn keinoja on enemmän kuin tavoitteita, joten *Tinbergin*-säännön mukaan sääntelyllä on realistiset mahdollisuudet onnistua. Lyhyksimyynntiasetus astui voimaan vasta marraskuussa 2012, jolloin finanssikriisin pahin vaihe oli kuitenkin jo ohitettu. Täten sääntelyn todelliset vaikutukset todennäköisesti havaitaan vasta seuraavan finanssimarkkinoiden kriisin yhteydessä. Sääntelyteorian mukaan mikään lainsäädäntö ei kuitenkaan koskaan ole täydellinen, ja todennäköisesti lyhyksimyynnin sääntely saattaa sisältää vaikutuksia, jotka osoittautuvat haitallisiksi tai niitä on syytä kehittää, varsinkin huomioiden, että sääntely toteutettiin kohtuullisen nopeassa aikataulussa.<sup>128</sup>

Tämän luvun tavoitteena on vastata tutkimuskysymykseen, millaisia vaikutuksia sääntelyllä on. Luvun tulkinta ja analysointi perustuu pitkälti ESMA:n markkinatakaajille ja muille taholle, kuten säilytisyhteisöille tekemiin palautekyselyihin, erilaisiin empiirisiin tutkimuksiin lyhyksimyynnin sääntelyn vaikutuksista, ja käytännön soveltamiseen teoriaan. Keskeinen tarkastelukohde on sääntelyn vaikutukset markkinoiden toimivuudelle, mikä oli myös lainsäätäjän keskeinen tavoite. Lisäksi vaikutuksia tarkastellaan osakkeiden selvitysjärjestelmän toi-

<sup>128</sup> Määttä, Kalle; Sääntelyteoriasta, (<http://www.ulapland.fi/loader.aspx?id=c527d90c-d7e3-4d64-ab18-fb336bb27bdf>), EU- lyhyksimyynntiasetus L(86/1-7)

mivuuden kannalta ja informaation kannalta. Informaation tarkastelu on pitkälti teoreettista pohdintaa, sillä sen vaikutuksia on vaikea arvioida näin lyhyellä aikavälillä.

Huomattavaa on, että osa vaikutuksista on sekä positiivisia että negatiivisia. Tämä johtuu siitä, että tietyistä vaikutuksista on saatu sekä positiivisia että negatiivisia vaikutuksia tai tietyistä vaikutuksista on ristiriitaista tutkimustietoa.

## 6.2 Positiiviset vaikutukset

### 6.2.1 Osakkeiden selvitys

Osakkeiden selvitysprosessin kannalta keskeisimpiä sääntelyn säädöksiä ovat kattamattoman lyhyeksi-myynnin kielto sekä keskusvastapuolten velvollisuus ryhtyä ostomenettelyyn osakkeen selvityksen viivästyessä. Kuten aiemmin mainittiin, kattamaton lyhyeksi-myynti on usein aiheuttanut ongelmia ja viivästyksiä arvopapereiden selvityksessä. Erityisesti vipurahastot (*hedge funds*) ovat hyödyntäneet sijoitustoiminnassaan myös kattamatonta lyhyeksi-myyntiä (*naked short*) ennen sääntelyn voimaantuloa.

Arvopapereiden selvitysprosessin kannalta myös keskusvastapuolten velvollisuus ryhtyä ostomenettelyyn parantaa arvopapereiden selvitystä. Eri jäsenmailla oli jo ennen lyhyeksi-myntiasetuksen voimaantuloa vastaavanlaisia keskusvastapuolten velvollisuuksia, mutta yleisesti ottaen asetuksen säännöt tiukensivat käytäntöä, ja siten on osaltaan parantanut arvopapereiden selvitysprosessia. Lyhyeksi-myntiasetuksessa on selkeästi otettu kantaa sijoittajien velvollisuuteen toimittaa arvopaperit selvityksen määräajassa, ja selkeät ja yhtenäiset seuraamukset noudattamatta jättämisestä korostavat selvitysprosessin merkitystä arvopaperimarkkinoiden selvityksen toimivuuteen ja luotettavuuteen. Kokonaisuutena voidaan arvioida, että lyhyeksi-myntiasetuksen säädökset arvopapereiden selvitykseen liittyvistä velvollisuuksista parantavat arvopapereiden selvitystä, ja sitä kautta selvitysprosessin toimivuutta ja pienentävät lyhyeksi-myynnin aiheuttamia selvitysriskejä.

ESMA teki helmikuussa 2013 Euroopan johtaville markkinataakaajille kyselyn, jossa markkinataakaajilla oli mahdollisuus antaa ESMA:lle palautetta ja kommentteja näkemyksistään uudesta lyhyeksimyntiasetuksesta ja sen mahdollisista vaikutuksista.<sup>129</sup> Muutaman kuukauden lyhyeksimyntiasetuksen voimassaolon jälkeen useat finanssimarkkinoilla toimivat tahot, jotka osallistuivat ESMA:n palautekyselyyn, kommentoivat myös, että arvopapereiden selvityksessä oli havaittavissa parantumista asetuksen voimaantulon jälkeen.<sup>130</sup> Lisäksi selvitystä koskevat säädökset koettiin yleisesti kohtuullisen positiivisesti ja selvitysjärjestelmää tukevinä. Tosin useat kyselyyn osallistuneet tahot kommentoivat, että vaikka selvityksessä on havaittu parantumista ja ongelmien vähentymistä, on vaikeaa erottaa johtopäätöksissä lyhyeksimyntiasetuksen ja muiden ulkoisten tekijöiden keskinäistä suhdetta, ja havaintoaika on erittäin lyhyt. Lisäksi osakkeiden kaupankäyntivolyymit ovat olleet alhaisella tasolla sääntelyn jälkeen verrattuna finanssikriisin pahimpiin aikoihin, ja kaupankäyntivolyymit korreloivat myös kauppojen selvityksen kanssa.<sup>131</sup> Osakkeiden selvitysjärjestelmän kannalta yleisesti kuitenkin todetaan, että sääntelyllä on onnistuttu parantamaan kauppojen selvitystä, ja sitä kautta lisäämään selvitysjärjestelmän luotettavuutta.<sup>132</sup> Selvittämättömien arvopaperikauppojen väheneminen, selvityksen nopeutuminen ja kokonaisuudessaan selvitysjärjestelmän toimivuuden parantuminen on tärkeää koko arvopaperimarkkinoiden luotettavuuden kannalta. Täten voidaan sanoa, että arvopaperien selvitysjärjestelmän toimivuuden parantuminen sääntelyllä ainakin lyhyen ajanjakson perusteella on pienentänyt ulkoiskustannuksia, joita selvityksen toimintahäiriöistä aiheutuu. Selvitysjärjestelmän osalta voidaan todeta, että lainsäätäjä on ainakin osittain onnistunut sille annetun tavoitteen täyttämässä.

---

<sup>129</sup> ESMA – ESMA/2013/214, 12.2.2013, PRESS RELEASE - [ESMA seeks feedback for review of the Short Selling Regulation](#)

<sup>130</sup> ESMA:n kyselyyn osallistui finanssimarkkinoilla toimivia arvopaperivälittäjiä, markkinataakaajia ja muita rahoituslaitoksia, esim. Deutsche Bank, UBS

<sup>131</sup> ESMA - Call for evidence on the evaluation of the Regulation on short selling and certain aspects of credit default swaps, 12.2-15.3.2012, RESPONSES

<sup>132</sup> ESMA - Call for evidence on the evaluation of the Regulation on short selling and certain aspects of credit default swaps, 12.2-15.3.2012, RESPONSES, ESMA – ESMA/2013/649, 3.6.2013 – PRESS RELEASE – ESMA publishes review on impact of short selling regulation, page 2 ([http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-649\\_press\\_release--esma\\_publishes\\_review\\_on\\_impact\\_of\\_short\\_selling\\_regulation.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-649_press_release--esma_publishes_review_on_impact_of_short_selling_regulation.pdf))



## 6.2.2 Markkinahäiriöt ja markkinoiden toimivuus

Markkinahäiriöt olivat keskeinen syy lyhyeksi-myynnin sääntelyn valmistelulle ja täytäntöönpanolle, ja sen vuoksi poikkeuksellisten markkinahäiriöiden vähentäminen oli myös eräs lainsäätäjän tavoite. Tavoitteessa korostettiin toisaalta, että markkinoiden toimivuus ja tehokkuus tulee säilyä sääntelystä huolimatta. Sääntelyn vaikutusten tutkiminen markkinahäiriöiden ja markkinoiden toimivuuden kannalta on haasteellista siksi, että sääntely astui voimaan finanssikriisin loppuvaiheessa. Osakekurssit ja Euroopan talous alkoivat elpyä, kun Euroopan keskuspankki EKP aloitti likviditeetin lisäämisohjelman syksyllä 2012. Lyhyeksi-myynti on yleisesti ottaen määrällisesti vähentynyt, ja lisäksi sääntely on ollut voimassa suhteellisen vähän aikaa. Sääntelyn vaikutuksia tutkitaan markkinahäiriöiden ja markkinoiden toimivuuden kannalta mm. ESMA:n tekemän tutkimuksen avulla.<sup>133</sup> Lisäksi hyödynnetään jo ennen lyhyeksi-myyntiasetuksen voimaantuloa olleita kansallisia kieltoja ja rajoituksia, ja lähinnä empiirisiä tutkimuksia osakkeiden lyhyeksi-myynnin rajoitusten ja kieltojen vaikutuksista osakkeen hinnanmuodostuksen tehokkuuteen.

Markkinahäiriöiden ja markkinoiden toimivuuden kannalta keskeisiä lyhyeksi-myyntiasetuksen säännöksiä ovat kattamattoman lyhyeksi-myynnin kieltö, viranomaisten mahdollisuus rajoittaa lyhyeksi-myyntiä ja markkinatakaajien poikkeukset.

ESMA:n tekemän tutkimuksen mukaan sääntelyllä oli joitakin positiivisia vaikutuksia markkinoiden toimivuuteen. Tutkimuksen mukaan osakkeiden volatiliteetti pieneni eli osakkeiden hintojen vaihtelu väheni, tosin ei merkittävässä määrin. ESMA:n mukaan myös osakkeiden ns. *bid-ask*-spread kapeni eli tehokkaiden markkinoiden mukaan tehokkuus on parantunut. Lisäksi ESMA:n mukaan rajoituksilla ja kielloilla ei ollut merkittäviä vaikutuksia kaupan käyntimääriin, joten sääntely ei tehdyt tutkimuksen mukaan vaikuttanut markkinoiden tehok-

---

<sup>133</sup> ESMA – ESMA/2013/649, 3.6.2013 – PRESS RELEASE – ESMA publishes review on impact of short selling regulation ([http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-649\\_press\\_release--esma\\_publishes\\_review\\_on\\_impact\\_of\\_short\\_selling\\_regulation.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-649_press_release--esma_publishes_review_on_impact_of_short_selling_regulation.pdf))

kuuteen ja toimivuuteen. Kaupankäyntimäärät eli – volyymit ovat myös eräs markkinoiden tehokkuuden mittareista.<sup>134</sup>

Markkinahäiriöiden ja markkinoiden toimivuuden kannalta näyttäisi siis lyhyen tarkastelujakson aikana (1.11.2012 –1.5.2014) siltä, että sääntely ei ole heikentänyt markkinoiden tehokkuutta huolimatta rajoituksista ja kielloista, mikä oli myös lainsäätäjän tavoite.<sup>135</sup> Tulkintaan on syytä kuitenkin suhtautua tietyillä varauksilla, sillä ensinnäkin tarkastelujakso on erittäin lyhyt. Toiseksi tarkastelujakson luonne on syytä huomioida lyhyeksi myynnin luonteen osalta. Tarkastelujakson aikana finanssimarkkinat ovat rauhoittuneet, ja osakemarkkinat ovat nousseet selvästi finanssikriisin pahimmista ajoista. Markkinoiden toimivuuden ja tehokkuuden tarkastelu vaatii selvästi pidemmän ajanjakson, ja markkinoiden toimivuus testataan kunolla vasta seuraavan pahemman markkinahäiriön yhteydessä. Lisäksi tutkittaessa jonkin yksittäisen tekijän vaikutuksia tulee eristää muut ulkoiset tekijät, jotka voivat vaikuttaa tutkimuksen tuloksiin. Erityisesti tutkimuksen kriittinen suhtautuminen sääntelyn osalta koskee markkinatakaajien roolin heikentymistä poikkeuksista huolimatta. Lisäksi rajoituksista ja kielloista on ESMA:n tutkimusten rinnalla erilaisia empiirisiä tutkimuksia, joissa tulokset ovat ESMA:n tulosten kanssa ristiriitaisia. Näiden ESMA:n tulosten kanssa ristiriitaisten tutkimusten mukaan on myös todettu, että rajoitukset ja kiellot heikentävät markkinoiden tehokkuutta tai niiden vaikutukset jäävät lyhytaikaisiksi. Tähän palataan sääntelyn negatiivisia vaikutuksia koskevassa osassa.

### 6.2.3 Avoimuus ja läpinäkyvyys

Avoimuuden ja läpinäkyvyyden lisääminen oli myös lyhyeksimyynnin sääntelyn tavoitteita, joka toteutettiin lähinnä ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuuden myötä. Avoimuus ja läpinäkyvyys ovat arvopaperimarkkinoiden kannalta eräänlaisia perusarvoja, jotka vähentävät mm. epäsymmetrisen informaation aiheuttamia ulkoishaittoja. Avoimuuden ja läpinäkyvyyden

---

<sup>134</sup> ESMA – ESMA/2013/649, 3.6.2013 – PRESS RELEASE – ESMA publishes review on impact of short selling regulation ([http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-649\\_press\\_release--esma\\_publishes\\_review\\_on\\_impact\\_of\\_short\\_selling\\_regulation.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-649_press_release--esma_publishes_review_on_impact_of_short_selling_regulation.pdf))

<sup>135</sup> EU- lyhyeksimyntiasetus

lisääminen ovat lähtökohtaisesti positiivista, joka sääntelyn myötä on todennäköisesti toteutunut.<sup>136</sup>

Kuten aiemmin sääntelyn sisältöä koskevassa osassa todettiin, ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuus on säädetty asetuksessa alhaiselle tasolle. Täten arvopaperimarkkinoilla toimivaltaisten viranomaisten, sijoittajien ja kaikkien muiden tahojen käytettävissä on informaatio, miten paljon yksittäisen yrityksen osakkeita on myyty lyhyeksi. Kansalliset viranomaiset julkaisevat verkkosivuillaan tilastoja lyhyeksimyyneistä jokaisena kaupankäyntipäivänä.<sup>137</sup>

Avoimuuden ja läpinäkyvyyden vaikutuksista esimerkiksi markkinoiden tehokkuuteen ei esimerkiksi ESMA:n tutkimuksissa ole saatu ainakaan toistaiseksi tuloksia.<sup>138</sup> Lyhyeksimyyntin erityispiirteiden vuoksi avoimuuteen ja läpinäkyvyyteen voi sisältyä joitakin teoreettisia ongelmia, jotka voivat johtaa jopa negatiivisiin vaikutuksiin. Tältä osin voidaan pohtia, asetettiinko ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuus liian alhaiselle tasolle, jolloin lainsäätäjä ei täysin onnistunut tavoitteessaan, mutta tähän palataan negatiivisia vaikutuksia koskevassa osassa.

#### 6.2.4 Yhtenäinen sääntely

Sääntelyn keskeisiä tavoitteita oli myös yhtenäistää sääntelyä jäsenmaissa, ja siten parantaa markkinoiden ennakoitavuutta ja toimivuutta. Epäyhtenäinen sääntely aiheutti erilaisia ongelmia. Tietyssä jäsenmaassa saatettiin rajoittaa lyhyeksimyyntiä helposti, ja vastaavasti toisissa jäsenmaissa sääntelyä ei esiintynyt ollenkaan. Pääoma hakeutuu nykyään yhä nopeammin kohteesta toiseen. Ennen yhtenäistä sääntelyä saattoi esiintyä tilanteita, joissa oli epäyhtenäinen käytäntö esimerkiksi saman yrityksen osakkeessa, joka oli listattu kahden eri jäsenmaan markkinapaikalle. Yrityksen osake oli listattu esimerkiksi sekä Lontoon että Milanon

---

<sup>136</sup> EU- lyhyeksimyyntiasetus

<sup>137</sup> Finanssivalvonta julkaisee Suomessa verkkosivuillaan:

[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Valvonta/Markkinavalvonta/Lyhyet\\_positiot/Positiot/Pages/Positiot.aspx](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Valvonta/Markkinavalvonta/Lyhyet_positiot/Positiot/Pages/Positiot.aspx)

<sup>138</sup> ESMA – ESMA/2013/649, 3.6.2013 – PRESS RELEASE – ESMA publishes review on impact of short selling regulation ([http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-649\\_press\\_release--esma\\_publishes\\_review\\_on\\_impact\\_of\\_short\\_selling\\_regulation.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-649_press_release--esma_publishes_review_on_impact_of_short_selling_regulation.pdf))

pörssissä (*dual listing*). Osakkeen lyhyeksi myynti oli hetkellisesti kielletty Lontoon pörssissä, mutta Milanon pörssissä kaupankäyntiä ei oltu rajoitettu. Kyseinen tilanne asettaa sijoittajat eriarvoiseen asemaan, eikä tämän seurauksena täytä lainsäätäjän tavoitteita.

Asetuksessa säädellään yksityiskohtaisesti edellyksistä, joiden mukaan viranomainen voi kieltää tai rajoittaa arvopaperin lyhyeksi myyntiä. Viranomaiset olivat finanssikriisin yhteydessä asettaneet erilaisia kieltoja ja rajoituksia jo ennen asetuksen voimaan tuloa, mutta asetuksessa selvennettiin ja yhdenmukaistettiin eri jäsenmaiden käytäntöjä. Positiivisena tekijänä asetuksessa on se, että asetuksessa säädellään, millaisissa markkinaolosuhteissa viranomainen saattaa rajoittaa tai kieltää lyhyeksi myynnin, ja tämä on kaikkien markkinaosapuolien tiedossa. Mikäli esimerkiksi Nokian osake laskee yhtenä päivänä yli 10 prosenttia, markkinaosapuolet voivat olettaa, että Finanssivalvontaa saattaa rajoittaa tai kieltää Nokian osakkeen lyhyeksi myynnin tietyksi aiemmin mainituksi ajaksi. Asetuksessa on olennaista, että rajoitukset ja kiellot eivät enää ole aivan yllätyksellisiä, vaan markkinoilla voidaan olettaa rajoitusten ja kieltojen voimaantuloa tiettyjen markkinaliikkeiden ylittyttyä.

Sääntelyn yhtenäistyminen jäsenmaiden välillä on arvopaperimarkkinoiden ennakoitavuuden ja luotettavuuden kannalta positiivista, ja vähentää myös epäyhtenäiseen sääntelyyn liittyviä ulkoishaittoja. Keskeinen haaste yhtenäisen sääntelyn tavoitteiden täyttymisessä on yhtenäisen lainsäädännön ohella myös yhtenäinen soveltaminen eri jäsenmaissa. Sääntelyn alkuvaiheessa oli joitakin havaintoja, että viranomaiset käyttävät harkintavaltaa asetuksen puitteissa jossakin määrin eri tavalla. ESMA:n rooli on erittäin keskeinen siinä, että se valvoo jäsenmaiden toimivaltaisia viranomaisia, koordinoi valvontaa ja sääntelyn toteuttamista siten, että jäsenmaissa myös sovelletaan asetusta mahdollisimman yhtenäisesti. Sääntelyn soveltamisen yhtenäinen käytäntö testataan myös seuraavassa pahemmassa markkinahäiriötilanteessa. Soveltamisen epäyhtenäisyydellä voidaan tarkoittaa esimerkiksi sitä, että asetuksen mukaan kansallinen viranomainen voi asettaa lyhyeksi myynnin kiellon tietyksi ajaksi kuten aiemmin mainittiin, eli kansallisilla viranomaisilla ei siis ole velvollisuutta rajoittaa tai kieltää lyhyeksi myyntiä. Teoriassa on mahdollista, että Finanssivalvonta soveltaisi Suomessa aina asetusta niin, että käytännössä aina lyhyeksi myynnin rajoitus astuisi voimaan osakkeen laskettua yli 10 %, ja vastaavasti esimerkiksi Italian arvopaperimarkkinaviranomainen ei asettaisi koskaan

rajoituksia. Täten ESMA:lla on tärkeä rooli myös soveltamisen yhtenäistämiseksi epäsuorasti ohjaamalla kansallisia toimivaltaisia valvontaviranomaisia.<sup>139</sup>

## 6.3 Negatiiviset vaikutukset

Lyhyeksimyynnin sääntelyllä voidaan katsoa onnistuneen tiettyjen tavoitteiden saavuttamisessa. Sääntelyllä voi olla kuitenkin joitakin negatiivisia vaikutuksia tai vaikutuksia, joita lainsäätäjä ei onnistunut arvioimaan sääntelyn valmistelussa ja täytäntöönpanossa tai sääntelyä, jota lainsäätäjä joutuu arvioimaan uudelleen ja kehittämään tulevaisuudessa. Tutkimuskysymyksen vastauksia negatiivisten vaikutusten osalta analysoidaan tässä luvussa, jossa kritiikki kohdistuu negatiivisiin vaikutuksiin markkinoiden tehokkuuteen, avoimuuden ja läpinäkyvyyden mahdollisiin ongelmiin sekä tiettyihin erityistilanteisiin kuten osakeantitilanteet, mihin lainsäätäjä ei sääntelyssä puuttunut. Vaikutusten analysointi perustuu pitkälti tehtyihin empiirisiin tutkimuksiin rajoituksista ja kielloista ja teoreettiseen tarkasteluun.

### 6.3.1 Markkinoiden toimivuus ja tehokkuus

#### *6.3.1.1 Rajoitusten ja kieltojen vaikutus*

Sääntelyllä ja erityisesti puhtaasti lyhyeksimyyntiä koskevilla rajoituksilla ja kielloilla voi olla kuitenkin markkinoiden tehokkuutta heikentäviä vaikutuksia, vastoin ESMA:n tekemää tutkimusta.<sup>140</sup> ESMA:n tekemä tutkimus tehtiin kesällä 2013, jolloin finanssimarkkinat olivat rauhalliset, ja sääntelyn todelliset vaikutukset tehokkuuteen voidaan tehdä vasta markkinahäiriötilanteessa. Finanssikriisin yhteydessä tehtiin useita empiirisiä tutkimuksia kansallisten viranomaisten (mm. Iso-Britannia ja Australia) säätelemistä rajoitusten ja kieltojen vaikutuk-

---

<sup>139</sup> EU-lyhyeksimyntiasetus

<sup>140</sup> ESMA – ESMA/2013/649, 3.6.2013 – PRESS RELEASE – ESMA publishes review on impact of short selling regulation ([http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-649\\_press\\_release--esma\\_publishes\\_review\\_on\\_impact\\_of\\_short\\_selling\\_regulation.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-649_press_release--esma_publishes_review_on_impact_of_short_selling_regulation.pdf))

sista markkinoiden tehokkuuteen, jotka osoittivat vastoin ESMA:n tuloksia sääntelyllä olevan negatiivisia vaikutuksia markkinoiden tehokkuuteen.<sup>141</sup>

Osakkeiden lyhyeksi-myynnin rajoituksilla ja kielloilla on havaittu olevan negatiivisia vaikutuksia tehokkuuteen. Tehokkuuden ja toimivuuden heikentyminen on ilmentynyt mm. siten, että kaupankäyntivolyymit ovat rajoitusten ja kieltojen vuoksi vähentyneet selvästi. Lisäksi hinnanmuodostus on heikentynyt siten, että rajoitusten vuoksi *bid-ask-spread* on kasvanut, mikä lisää kaupankäyntikustannuksia. Rajoituksilla ja kielloilla on todettu olevan myös joidenkin tutkimusten mukaan kohtuullisen lyhytaikainen vaikutus. Rajoitukset ja kiellot ovat pysäyttäneet osakkeen arvon laskemisen, mutta rajoitusten ja kieltojen poistamisen jälkeen osakkeen arvon lasku on jälleen jatkunut. Rajoitusten ja kieltojen vaikutuksista osakkeen volatiliteettiin on myös ristiriitaisia tuloksia. Volatiliteetti ei välttämättä ole vähentynyt merkittävästi rajoitusten ja kieltojen vuoksi tai volatiliteetin lasku on ollut tilapäistä.<sup>142</sup>

### 6.3.1.2 Markkinatakaus

Asetuksessa säädettiin markkinatakaukselle joitakin poikkeuksia, jotta markkinoiden tehokkuus ja likviditeetti eivät kärsisi merkittävästi lyhyeksi-myyntiä koskevan sääntelyn vuoksi. Asetus ja sen markkinatakausta koskevat poikkeukset saattavat aiheuttaa kuitenkin joitakin haasteita ja ongelmia.<sup>143</sup> Positiivisia ja markkinoiden tehokkuutta huomioivia kohtia asetuksessa ovat markkinatakaajien poikkeukset ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuudesta sekä markkinatakaajien mahdollisuus hyödyntää edelleen kattamatonta lyhyeksi-myyntiä. Asetuksessa on kuitenkin markkinatakaajilta sallittu kattamaton lyhyeksi-myynti ainoastaan markkinataka-

<sup>141</sup> Fors, Erik Rudow and Hansson, Fredrik: Get Shorty ? Market Impact of the 2008-09 U.K Short Selling Ban, Working Papers N:o 365, University of Gothenburg, June 2009

Helmes, Uwe, Henker, Julia, Henker, Thomas; The Effect of the Ban on Short Selling on Market Efficiency and Volatility, Social Science Research Network, 2009,

<sup>142</sup> Charoenrook, Anchada, Daouk, Hazem, A Study of Market-Wide Short Selling Restrictions, Working paper, Cornell University, New York, 2009

Fors, Erik Rudow and Hansson, Fredrik: Get Shorty ? Market Impact of the 2008-09 U.K Short Selling Ban, Working Papers N:o 365, University of Gothenburg, June 2009

Helmes, Uwe, Henker, Julia, Henker, Thomas; The Effect of the Ban on Short Selling on Market Efficiency and Volatility, Social Science Research Network, 2009,

Marsch, Ian, W., Niemer, Norman, The Impact Of Short Sales Restrictions, 2008, Funded by ISLA

<sup>143</sup> ESMA Call for Evidence - On the evaluation of the Regulation (EU) 236/2012 of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps. Deutsche Bank, UBS

usta varten eli mm. oman position yhteydessä kattamaton lyhyeksimyynä on kielletty. Asetuksen mukainen jaottelu markkinatakaukseen ja oman position pitämiseen on loogista, mutta käytännössä markkinatakaajalla voi olla tilanteita, joissa oman position pitäminen liittyy myös markkinatakaukseen. Oletetaan esimerkiksi, että sijoittaja myy markkinatakaajalle markkinatakauksessa esimerkiksi Nokian osakkeita. Markkinatilanne Nokian osakkeessa muuttuu epälikvidiksi, eikä markkinatakaaja pysty enää myymään kyseisiä tyydyttävällä tasolla markkinoille. Tällöin markkinatakaaja voisi oman position kautta myydä esimerkiksi jotain muuta arvopaperia suojataksaan Nokian osakkeesta aiheutuvan position eli markkinatakaaja voisi esimerkiksi myydä STOXX50- indeksituotteen Nokia- positiota vastaan, mutta asetuksen vuoksi kyseinen suojaamiskeino on kielletty.

Asetuksen arvioidaan yleisesti markkinatakaajien poikkeuksista huolimatta johtavan markkinatakaajien toiminnan jonkin asteiseen heikkenemiseen, mikä saattaa vaikuttaa markkinoiden tehokkuuteen ja likviditeettiin.<sup>144</sup> Lisäksi markkinatakaajat kommentoivat, että osakkeiden lainauskustannukset ovat nousseet asetuksen voimaan tulon jälkeen, mikä saattaa vaikuttaa myös markkinatakaajien toimintaa heikentävästi. Vaikka asetuksessa on huomioitu markkinatakaajien asema tehokkuuden kannalta aiemmin mainituin poikkeuksin, markkinatakaajien asema on heikentynyt sääntelyn vuoksi jossakin määrin. Lisäksi muut tekijät ovat vaikuttaneet markkinatakaajien toimintaan, kuten esimerkiksi pankkien ja muiden rahoituslaitosten riskien tietoinen vähentäminen ja riskipositivien vähentäminen. Keskeinen huoli markkinoiden tehokkuuden kannalta onkin, että onko markkinatakaajien rooli muuttunut niin merkittävästi, että seuraavassa markkinahäiriötilanteessa markkinoiden tehokkuus on lainsäätäjän tavoitteista huolimatta heikentynyt arvioitua enemmän.

### 6.3.2 Informaatio- ja tiedonantovelvollisuus

Asetuksessa säädetään lyhyeksimyynä koskevista ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuuksista, jotka lisäävät avoimuutta ja läpinäkyvyyttä, mikä lähtökohtaisesti on arvopaperimarkkinoiden kannalta positiivista. Ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuudella voi olla kuitenkin joitakin nega-

---

<sup>144</sup> ESMA - Call for evidence on the evaluation of the Regulation on short selling and certain aspects of credit default swaps, 12.2-15.3.2012, RESPONSES

tiivisia vaikutuksia, kuten transaktiokustannusten kasvaminen ja teoreettiset peliteoriatilanteet. Vaikka asetuksen mukaista ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuutta pidetään yleisesti aika alhaisena, voidaan kuitenkin todeta, että se ei välttämättä takaa aivan oikeaa ja luotettavaa informaatiota lyhyeksi-myynnin kokonaistilanteesta. Tämä voi johtua esimerkiksi siitä, että tietyssä osakkeessa on paljon lyhyeksi-myyjiä, joiden lyhyeksi myyty määrä alittaa 0,20 %.<sup>145</sup>

### **6.3.2.1 Transaktiokustannukset**

Asetuksen mukaan lyhyeksi-myynnin nettopositiot on ilmoitettava ja julkaistava jokaisena kaupankäyntipäivänä, kun tietyt aiemmin mainitut rajat ylitetään.<sup>146</sup> Yhdysvalloissa vastavasti lyhyeksi-myyntipositiot ilmoitetaan ja julkaistaan kerran kuukaudessa. EU:n lyhyeksi-myynnin ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuutta on mm. markkinaosapuolten taholta kritisoitu siitä, että nettopositiodien laskeminen on monimutkaista ja lisää transaktiokustannuksia. Raportointivelvollisuus jokaisena kaupankäyntipäivänä lisää transaktiokustannuksia markkinoilla toimiville osapuolille. EU:n ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuuden osalta kysymys onkin, että olisiko lainsäätäjä voinut lieventää velvollisuutta siten, että raportointivelvollisuus olisi esimerkiksi kerran kuukaudessa tai kerran viikossa.

### **6.3.2.2 Informaatio vs. manipulaatio ja väärinkäyttö**

Lyhyeksi-myyntiin ja sen läpinäkyvyyteen voi kuitenkin liittyä myös markkinoiden manipulaatio ja väärinkäyttö. Lyhyeksi-myynti sisältää piirteitä, jotka voivat vaikuttaa jopa aika merkittävästi osakkeen arvon muodostumiseen (esim. *short squeeze*, osakkeiden lainanantajan oikeus keskeyttää osakelaina jne.). Tämän vuoksi läpinäkyvyyden lisääminen voi johtaa myös manipulaatioon ja väärinkäytöksiin.<sup>147</sup> Kurssimanipulaatiosta ja väärinkäytöksistä säännellään mm. arvopaperimarkkinalaissa ja väärinkäyttödirektiivissä erikseen. Knuts on myös tarkastellut kurssimanipulaatiota ja väärinkäytöksiä, ja hän jakaa manipulaation kommunikaatio- ja

<sup>145</sup> Esim. 15.4.2014 Outotec Oyj:n avoimet lyhyeksi-myynnit Finanssivalvonnan mukaan noin 14 milj.osaketta vs. Lago Kapital Oy:n mukaan lainattu noin 24 milj.osaketta,

<sup>146</sup> EU- lyhyeksi-myyntiasetus

<sup>147</sup> Fabozzi, Frank J.: *Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards*, New Jersey, 2004, s. 252-253



transaktiomanipulaatioon. Kommunikaatiomanipulaatiolla tarkoitetaan sitä, että levitetään virheellistä tai harhaanjohtavaa informaatiota, joka on omiaan vaikuttamaan osakkeen arvoon. Transaktiomanipulaatiolla tarkoitetaan esimerkiksi sitä, että arvopaperimarkkinoilla käytetään toimeksiantoja, joiden tarkoituksena ei ole aito transaktio, esimerkiksi poikkeuksellisen suuri osto- tai myyntitarjous, vedätetään kurssia pienillä määrillä esim. ylöspäin tarkoituksena todellisuudessa saada oma myyntitarjous korkeammilla tasoilla toteutumaan tai päinvastoin.<sup>148</sup>

Asetuksen mukaan lyhyeksimyntipositiot julkaistaan päivittäin (kaupankäyntipäivinä). Lyhyeksimyntiin liittyvät mahdolliset manipulaatiot ja väärinkäytökset voivat lisääntyä lyhyeksimyntiin liittyvän läpinäkyvyyden kasvaessa.<sup>149</sup> Tätä voidaan tarkastella seuraavan esimerkin avulla, jossa oletetaan esimerkiksi seuraavaa: Finanssivalvonnan verkkosivuilla ilmoitetaan päivittäin lyhyeksimyntipositiot, ja havaitaan, että esimerkiksi Outokumpu Oyj:n osakkeen lyhyeksimyynti on kasvanut korkealle tasolle (esim. 15 % osakkeista on myyty lyhyeksi). Tällöin tietyt sijoittajat, kuten vipurahastot, voivat ostaa ensin Outokumpu Oyj:n osakkeita spekuloidakseen sillä, että lyhyeksimyyjät joutuvat ostamaan osakkeita takaisin ennen osakkeen arvon laskemista (ns. *short squeeze*). Kyseiset sijoittajat voivat tämän jälkeen syyllistyä kommunikaatiomanipulointiin eli esimerkiksi levittävät virheellistä, tässä tapauksessa yritystä koskevaa positiivista tietoa ja sen jälkeen transaktiomanipulointiin eli pienillä määrillä nostattavat osakkeen arvoa.<sup>150</sup> Tämän seurauksena lyhyeksimyyjät saattavat sulkea lyhyeksimyynin positionsa, jolloin osakekurssi nousee. Tällöin lyhyeksimyyjiä vastaan spekuloineet sijoittajat tekevät manipuloinnin avulla voittoa omille sijoituksilleen. Läpinäkyvyyden lisääminen onkin johtanut vastoin lainsäätäjän tavoitetta manipulaatioon ja väärinkäytöksiin.

Teoreettinen manipulaatio ja väärinkäyttö ja läpinäkyvyys voivat liittyä myös osakkeenomistajaan, joka lainaa osakkeitaan lyhyeksimyntiä varten. Osakkeiden lainanantajalla on aiemmin mainitun mukaisesti oikeus keskeyttää osakelaina välittömästi, jolloin lyhyeksimyyjä joutuu ostamaan osakkeet takaisin markkinoilta, ellei pysty lainaamaan niitä toiselta taholta.

<sup>148</sup> Knuts, Mårten: Behövs ett förbud mot short selling på värdepappersmarknaden ?, NTS 2009:1-, s. 70-71

<sup>149</sup> Fabozzi, Frank J.: Short Selling, Strategies, Risks, and Rewards, New Jersey, 2004, s. 252-253

<sup>150</sup> Knuts, Mårten: Behövs ett förbud mot short selling på värdepappersmarknaden ?, NTS 2009:1-, s. 70-71

Teoreettista manipulaatiota, läpinäkyvyyttä ja osakelainausta voidaan tarkastella seuraavan esimerkin avulla: oletetaan, että yrityksessä A on yksi osakkeenomistaja X, joka omistaa merkittävän osan A:n osakkeista (esim. 30 %). X lainaa lyhyeksimyyjille osakkeitaan, ja lisäksi A:n muut osakkeenomistajat ovat lainanneet osakkeita lyhyeksimyyjille. Asetuksen ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuuden mukaan havaitaan Finanssivalvonnan verkkosivuilta, että A:n osakkeista peräti 20 % on myyty lyhyeksi, joista X on lainannut 10 %. X päättää, että ryhtyy ostamaan lisää A:n osakkeita markkinoilta. X:n kasvatettua osakeomistustaan hän voi ryhtyä levittämään huhuja mahdollisista positiivisista uutisista yritys A:sta. Lisäksi tämän jälkeen X ilmoittaa lyhyeksimyyjille, jotka ovat lainanneet osakkeita häneltä, että hän keskeyttää osakelainauksen. Tämän seurauksena lyhyeksimyyjät joutuvat ostamaan takaisin lyhyeksi myydyt osakkeet markkinoilta, jonka seurauksena A:n osakkeen arvo nousee merkittävästi. X:llä on osakkeiden lainanantajana epäsymmetristä tietoa siitä, milloin hän keskeyttää osakelainauksen. Tämän seurauksena jälleen läpinäkyvyyden lisääminen lyhyeksimyyntiin osalta on johtanut manipulaatioon ja väärinkäytöksiin.

Manipulaatiota ja väärinkäyttöä säännellään erikseen kuten aiemmin mainittiin, joten muun lainsäädännön tulisi ehkäistä yllä mainitut lyhyeksi myynnin läpinäkyvyyden lisääntymisen seurauksena aiheuttamat manipulaatio- ja väärinkäyttötilanteet. Kysymys kuitenkin on, miten lainsäätäjä on arvioinut läpinäkyvyyden mahdollisia seurauksia.<sup>151</sup> Tässä yhteydessä on syytä mainita myös EU:n ja Yhdysvaltojen sääntelyn ero ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuuden osalta. Yhdysvalloissa ei ole kuukauden sisällä arvopaperimarkkinoilla tarkkaa tietoa lyhyeksimyyntiin kokonaismäärästä, mikä vähentää manipulaation ja väärinkäytösten todennäköisyyttä verrattuna EU:n tilanteeseen.

---

<sup>151</sup> Määttä, Kalle; Sääntelyteoriasta, (<http://www.ulapland.fi/loader.aspx?id=c527d90c-d7e3-4d64-ab18-fb336bb27bdf>)

### 6.3.3 Lyhyeksimyynti ja osakeanti

#### 6.3.3.1 EU vs. Yhdysvallat

Lyhyeksimyntiasetus ei säätele lyhyeksimyntiä osakeantien yhteydessä, toisin kuin Yhdysvalloissa, missä lyhyeksimynti on kielletty viisi kaupankäyntipäivää ennen osakeantia.<sup>152</sup> Yhdysvalloissa lainsäätäjät on katsonut tarpeelliseksi rajoittaa mahdollisuutta hyötyä osakeannin tai muun vastaavan julkisen tarjonnan aiheuttamasta mahdollisesta osakkeen arvon alenemasta tilapäisesti julkisen tarjonnan vuoksi. EU:n osalta voidaan kysyä, miksi lainsäätäjät ei katsonut tarpeelliseksi rajoittaa vastaavaa tilannetta myös EU:n jäsenmaissa. Tämän seurauksena eräänä negatiivisena vaikutuksena EU:ssa voidaan arvioida sitä, että lyhyeksimyyjät voivat edelleen myydä osakkeita ennen osakeannin alkamista ja ostaa lyhyeksi myydyt osakkeet takaisin itse osakeannissa.

#### 6.3.3.2 Outokumpu Oyj ja Ixenos Oyj

Outokumpu Oyj järjesti osakeannin keväällä 2014, ja Ixenos Oyj loppuvuodesta 2013. Tässä kappaleessa esitetään lyhyesti, miten lyhyeksimyyjien voidaan katsoa osallistuneen osakeannin yhteydessä tapahtuvaan kaupankäyntiin. Kappaleen tarkoituksena ei ole tutkia, miten lyhyeksimyyjät onnistuivat tuottotavoitteissaan antien yhteydessä, vaan luoda lyhyt katsaus siihen, että nykyisen sääntelyn vallitessa EU:ssa lyhyeksimyyjät yrittävät saada lisätuottoa myös osakeantitilanteista. Lyhyeksimyyjät voivat yrittää hyödyntää osakeantitilanteita usealla eri tavalla, keskeisenä tapana yleensä myydä osakkeita lyhyeksi juuri ennen osakeantia ja ostaa takaisin osakeannissa. Toinen tapa hyödyntää osakeanteja on lisätuoton tavoittelu osakkeen ja merkintäoikeuden välisen *arbitraasin* kaupankäynnissä. Tällöin sijoittaja voi myydä esimerkiksi osakkeita lyhyeksi ja ostaa vastaavasti merkintäoikeuksia, tai vastaavasti päinvastoin. Osakeanteihin liittyvissä lyhyeksimyyneissä on kyseessä käytännössä hyvin lyhyet ajanjaksot, muutamasta viikosta jopa muutamiin päiviin.

---

<sup>152</sup> EU-lyhyeksimyntiasetus, CFR, Title 17, Chapter II, Part 242

Ixonos Oyj:n osakeannissa ei Finanssivalvonnan tilastojen mukaan ollut avoimia lyhyitä positiioita. Markkinoilla toimivien osakelainaaajien (mm. LagoKapital Oy) mukaan Ixonos Oyj:n osakelainaukselle olisi ollut osakeannin yhteydessä kysyntää, mutta osakkeenomistajat eivät suostuneet lainaamaan osakkeitaan. Tämän seurauksena kyseisessä annissa lyhyeksimyyjät eivät voineet yrittää hyötyä osakeannista. Toisaalta Ixonos Oyj:n annin yhteydessä havaittiin, että vanhan osakkeen ja merkintäoikeuden hinnan välillä oli aika merkittävä *arbitraasi*, eivätkä lyhyeksimyyjät pystyneet hyödyntämään kyseistä tilannetta. Tällöin voidaan argumentoida, että hinnanmuodostus oli jossakin määrin tehotonta Ixonos Oyj:n osakkeessa ja merkintäoikeudessa, mikä ei ole positiivinen asia markkinoiden toimivuuden kannalta.<sup>153</sup>

Outokumpu Oyj järjesti 10.3.-26.3.2014 merkintäoikeusannin, josta yhtiö informoi loppuvuodesta 2013. Finanssivalvonnan tilastojen mukaan Outokumpu Oyj:n osakkeista oli noin 3 % myyty lyhyeksi annin aikana tai 3 % täytti asetuksen mukaisen julkistamisrajan.<sup>154</sup> Markkinoilla toimivien osakelainaaajien mukaan kysyntä Outokumpu Oyj:n osakkeiden lainaukselle oli suuri kevään 2014 annin yhteydessä. Käytännössä tämä ilmeni siten, että Outokumpu Oyj:n osakkeen lainauksesta joutui alkuvuodesta maksamaan preemiota noin 6 %/vuosi. Merkintäoikeusannin yhteydessä kyseisen osakkeen lainaus maksoi peräti noin 50 %/vuosi, mutta tilastojen mukaan lainatut määrät pysyivät käytännössä hyvin samoina aina alkuvuodesta annin jälkeiseen aikaan (noin 150 miljoonaa osaketta). Tästä voi päätellä, että Outokumpu Oyj:n osakelainaukselle olisi ollut kysyntää lyhyeksimyyjiltä. Osakkeita ei voinut lainata kuitenkaan tarpeeksi ennen antia ja annin yhteydessä, ja osakelainauksen hinta nousi merkittävästi. Vastaavasti tilastosta voidaan havaita, että tilanne on normalisoitunut merkintäoikeusannin jälkeen eli Outokumpu Oyj:n osakelainaus on kasvanut annin jälkeen huhtikuussa 2014 (noin 300 miljoonaa osaketta), mutta vastaavasti osakelainauksen hinta on palautunut normaalille tasolle (noin 1 %/vuosi).<sup>155</sup> Täten voidaan havaita, että lyhyeksimyyjät olisivat halunneet lainata osakkeita enemmän kuin osakkeenomistajat lainasivat. Lyhyeksimyynnin salliminen osakeantien yhteydessä toisaalta tehostaa hinnanmuodostusta kasvattamalla kaupankäyntivolyymeja ja pienentämällä esimerkiksi *arbitraasi*- tilanteita osakkeen ja merkintäoikeuksien välillä, mutta voi tuoda lyhyeksimyyjille lisätuottoja osakkeenomistajien edun vastaisesti.

<sup>153</sup> Jarkko Järviö, Lago Kapital Oy, [www.finanssivalvonta.fi](http://www.finanssivalvonta.fi)

<sup>154</sup> Avoimet positiot Outokumpu Oyj:ssä 2,98 %, ([www.finanssivalvonta.fi](http://www.finanssivalvonta.fi))

<sup>155</sup> Lähde: Markit, Kts.liite 3

## 7 Sääntelyn kehittäminen

Tutkimuksen johtopäätökset, yhteenveto sekä mahdolliset jatkotutkimuksen kohteet esitetään tämän tutkimuksen seuraavassa ja viimeisessä osassa. Ennen yhteenvetoa on syytä kuitenkin tarkastella vielä erikseen tutkimuskysymyksen keskeistä osaa eli vaikutusten perusteella tehtävää analysointia siitä, miten sääntelyä tulee kehittää ja parantaa, jotta sääntelyllä voitaisiin vähentää niitä negatiivisia vaikutuksia, joita tarkasteltiin edellisessä luvussa. Tutkimuksen perusteella sääntelyn kehittäminen painottuu markkinoiden toimivuutta ja tehokkuutta koskevaan sääntelyyn sekä avoimuuden ja läpinäkyvyyden tarkasteluun. Lisäksi kehittämistarpeita voi olla yksittäisten tilanteiden ja teknisten toteuttamisen osalta, kuten osakeantitilanteet ja tietyt varsinaista kaupankäyntiä (esim. *Circuit Breaker- sääntö*) koskevat säännöt.

EU:n lyhyeksi-myyntiä koskeva sääntely valmisteltiin ja pantiin täytäntöön kohtuullisen nopealla aikataululla. Keskeinen huoli markkinoiden tehokkuuden ja toimivuuden kannalta on, rajoitetaanko sillä kuitenkin liikaa markkinatakaajien toimintaa. Markkinatakaajilla on keskeinen rooli lyhyeksi-myynnissä ja markkinoiden tehokkuuden parantamisessa yleisesti ottaen. Markkinatakaajille säädetyistä poikkeuksista huolimatta markkinatakaajien kyky heikkenee sääntelyn seurauksena tämän tutkimuksen perusteella melko selkeästi, ja lisäksi markkinatakaajien asema tulee heikkenemään myös suunnitteilla olevan omaa kaupankäyntiä koskevan direktiivin vuoksi. Ongelmana tähän mennessä tehtyjen tutkimusten (esim. ESMA<sup>156</sup>) markkinoiden tehokkuuden tarkastelussa on ollut se, että finanssimarkkinat ovat normalisoituneet. Markkinatakaajien rooli korostuu myös lyhyeksi-myynnissä poikkeuksellisissa markkinaolosuhteissa. Lyhyeksi-myyntiä koskevan sääntelyn voimaantulon jälkeen markkinat ovat olleet suhteellisen normaalit. Tämän seurauksena ja tutkimuksen perusteella lainsäätäjällä tulisi olla valmius reagoida tulevaisuudessa markkinatakaajia koskevaan lyhyeksi-myynnin sääntelyyn siten, että markkinatakaajat pystyvät suoriutumaan tehtävästään parantaa markkinoiden tehokkuutta kaikissa olosuhteissa, jopa poikkeuksellisissa markkinaolosuhteissa tyydyttävällä tavalla. Markkinatakaajien toiminnasta ei saa aiheutua kuitenkaan järjestelmälle merkittäviä

---

<sup>156</sup> ESMA – ESMA/2013/649, 3.6.2013 – PRESS RELEASE – ESMA publishes review on impact of short selling regulation ([http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-649\\_press\\_release--esma\\_publishes\\_review\\_on\\_impact\\_of\\_short\\_selling\\_regulation.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-649_press_release--esma_publishes_review_on_impact_of_short_selling_regulation.pdf))

riskejä, ja toimivaltaisten viranomaisten on syytä valvoa markkinatakaajien toimintaa kaikissa olosuhteissa.

Toinen keskeinen kysymys markkinoiden tehokkuuden kannalta on, miten kansalliset viranomaiset tulevat soveltamaan oikeuttaan rajoittaa yksittäisen osakkeen lyhyeksi myyntiä, kun osakkeen arvo on laskenut asetuksen määrittämän rajan.<sup>157</sup> Tällä tarkoitetaan lähinnä sitä, että tietyissä tilanteissa finanssimarkkinoilla on selvä syy, miksi osake laskee, ja tällöin lyhyeksi myynnin rajoitukset vain heikentävät hinnanmuodostuksen toimivuutta ja tehokkuutta. Lisäksi yhtenäisen sääntelyn soveltaminen vaatii ESMA:lta ja kansallisilta viranomaisilta juridisen osaamisen lisäksi finanssimarkkinoiden laajaa osaamista, koordinoitua ja yhteistyötä, jossa ESMA:lla on toisaalta hyvät mahdollisuudet onnistua. Tutkimuksen näkökulmasta ja sääntelyn kehittämisen kannalta viranomaisten toimivaltaan ei välttämättä tarvitse puuttua. Markkinoiden toimivuuden kannalta ja sääntelyn kehittämisen kannalta vaaditaan lainsäätäjältä harvintavaltaa, joka ei heikennä markkinoiden toimivuutta, ainakaan suhteessa siitä saataviin etuihin.

Tämän tutkimuksen mukaan informointi- ja julkistamisvelvollisuus asetettiin kohtuullisen alhaiselle tasolle. Tämän tutkimuksen mukaan sääntely saatettiin asettaa tasolle, joka aiheuttaa muita ongelmia, ja tämän vuoksi informointi- ja julkistamisvelvollisuutta tulisi todennäköisesti säännellä toisin. Kysymykseen tulee esimerkiksi vaihtoehdot, että myös EU:ssa informointi- ja julkistamisvelvollisuutta lievennettäisiin siten, että lyhyeksi myyjien velvollisuus olisi esimerkiksi raportoida avoimet lyhyet positiot kerran viikossa tai kerran kuukaudessa kuten Yhdysvalloissa. Eräänä vaihtoehtona olisi myös se, että lyhyeksi myyjät joutuisivat asetuksen mukaisesti ilmoittamaan avoimet lyhyet positiot jokaisena kaupankäyntipäivänä viranomaisille, mutta viranomaiset julkaisisivat positiot harvemmin, esim. kerran viikossa tai kerran kuukaudessa. Tällöin viranomaiset pystyisivät kontrolloimaan lyhyeksi myynnin kehitystä, mutta liiallisen avoimuuden ja läpinäkyvyyden aiheuttamilta mahdollisilta ongelmilta välttyttäisiin.

---

<sup>157</sup> EU- lyhyeksi myyntiasetus

Lisäksi sääntelyn kehittämisessä voi tulla tulevaisuudessa tarpeelliseksi harkita erityistilanteita uudelleen, esimerkiksi osakeantitilanteet. Kysymyksessä on, että tuleeko myös EU:ssa ottaa käyttöön tietyt rajoitukset lyhyeksi-myynnin osalta ennen osakeantia, kuten Yhdysvalloissa on katsottu tarpeelliseksi. Tämä vaatii lisätutkimuksia EU:n osalta tilanteissa, miten lyhyeksi-myynti on kehittynyt osakeantitilanteissa. Sääntelyn kehittämisessä voidaan lisäksi joutua harkitsemaan eräitä teknisiä, kaupankäyntiin liittyviä sääntöjä, joilla voidaan rajoittaa osakkeiden lyhyeksi-myyntiä erittäin aggressiivisilla myyntitarjouksilla (esim. *circuit breaker-rule*).

## 8 Yhteenveto ja johtopäätökset

Finanssikriisi 2008-2012 ja siihen liittyneet markkinahäiriöt osoittivat tarpeelliseksi luoda yhtenäisen sääntelyn EU:hun osakkeiden lyhyeksi-myynnille. Poikkeukselliset markkinahäiriöt uhkasivat pahimmillaan koko finanssijärjestelmää, erityisesti pankkien ja muiden finanssilaitosten asema oli monestakin syystä ongelmallinen. Kansalliset viranomaiset asettivat jo finanssikriisin yhteydessä ennen EU:n lyhyeksi-myynnin sääntelyn voimaantuloa erilaisia rajoituksia ja kieltoja mm. Iso-Britanniassa, Ranskassa ja Saksassa, mutta epäyhtenäinen sääntely aiheutti myös ongelmia. Sääntelyteorian näkökulmasta lainsäätäjät koki tarpeelliseksi ehkäistä ja vähentää lyhyeksi-myynnistä johtuvia markkinahäiriöitä sekä ulkoiskustannuksia. Lainsäätäjällä oli lyhyeksi-myynnin sääntelylle selkeät tavoitteet, jotka käyvät ilmi myös asetuksen esitöistä sekä asetuksesta. Finanssikriisin myötä voidaan myös tarkastella lainsäätäjän roolin kasvamista ja muuttumista. Finanssikriisin aikana ja sen jälkeen voidaan nähdä mm. ESMA:n aseman kasvaminen ja tärkeys finanssimarkkinoiden lainsäädännön valmistelussa, täytäntöönpanossa ja valvonnassa.

Lyhyeksi-myynnin positiiviset vaikutukset ovat kohtuullisen yleisesti tunnustettuja taloustieteessä ja rahoitusteoriassa, ja myös lainsäätäjät tunnustaa esitöissä ja asetuksessa lyhyeksi-myynnin positiiviset vaikutukset erityisesti markkinoiden toimivuudelle ja tehokkuudelle. Markkinoiden tehokkuutta ja esimerkiksi yksittäisen osakkeen hinnanmuodostuksen tehokkuutta on tutkittu taloustieteessä paljon, ja tehokkuuden mittareina voidaan käyttää lukuisia eri mittareita. Tutkimuksessa esitettiin muutamia teoreettisia malleja markkinoiden tehokkuuden kannalta, jotka on syytä ymmärtää, kun arvioidaan sääntelyn konkreettisia vaikutuksia. Tiivistettynä voidaan todeta, että lyhyeksi-myynti parantaa markkinoiden tehokkuutta eri tavoilla, joista ehkä keskeisimpiä ovat ”oikeampi” arvostus eli yliarvostusten vähentäminen, kaupankäyntivolyymien kasvaminen, osto- ja myyntitarjousten eron kaventuminen jne. Pääomien globaalin vapautumisen myötä pääomat liikkuvat yhä nopeammin ja tehokkaammin kohteesta toiseen kohteeseen. Lyhyeksi-myynnin on todettu olevan tärkeää myös pääomien liikkumisen näkökulmasta tarkasteltuna, sillä globaalien suursijoittajien merkitys finanssimarkkinoilla on kasvanut merkittävästi viimeisen kymmenen vuoden aikana. Tutkimuksessa on myös viitattu aiempiin tutkimuksiin, joiden mukaan lyhyeksi-myynnin sääntely voi vaikuttaa jopa pääoman liikkumiseen siten, että sääntelyn liiallinen rajoittaminen tai kieltäminen voi



vaikuttaa negatiivisesti pääoman liikkumiseen. Tämän vuoksi on myös tärkeää ymmärtää, että sääntelyllä voi olla isossa mittakaavassa merkittäviä vaikutuksia koko talouteen.

Lyhyeksimyynnin ja sen sääntelyn analysoimisen kannalta on myös tärkeää ymmärtää lyhyeksimyyniin liittyvät perustekijät, joita käsiteltiin toisessa luvussa. Tällaisia ovat mm. lyhyeksimyynnin keskeiset määritelmät, tavoitteet, lyhyeksimyynnin suhde ja ristiriita-asetelma mm. osakkeenomistajiin ja yrityksen johtoon. Keskeisenä tekijänä lyhyeksimyynnissä on myös osakelainaus, jonka perusrakenne ja keskeiset määritelmät on syytä ymmärtää. Tutkimuksessa tarkasteltiin myös lyhyeksimyynnin sääntelyn kansainvälisestä tilannetta ja sääntelyn kehittymistä viimeisten kymmenen vuoden aikana.

Lainsäätäjän keskeisiä tavoitteita lyhyeksimyyntiasetuksessa oli luoda yhtenäinen sääntely EU:n jäsenmaiden välille, vähentää lyhyeksimyynnin aiheuttamia markkinahäiriöitä sekä lisätä markkinoiden avoimuutta ja läpinäkyvyyttä myös lyhyeksimyynnin osalta. Kuten aiemmin mainittiin, lyhyeksimyyntiasetus valmisteltiin ja pantiin täytäntöön kohtuullisen nopeassa aikataulussa, millä voi olla vaikutuksia myös asetuksen sisältöön ja siihen, miten säädäntöä tulevaisuudessa joudutaan kehittämään. Lisäksi on huomioitava, että asetus on ollut voimassa kohtuullisen lyhyen aikaa, joten lopullisten vaikutusten analysoiminen on vielä ongelmallista. Sääntelyn vaikutuksista voidaan jo kuitenkin tehdä joitakin johtopäätöksiä joko tehtyjen tutkimusten perusteella tai teoreettisesti tarkasteltuna. Finanssimarkkinat ovat rauhoittuneet selvästi asetuksen voimaantulosta eli vuoden 2012 lopusta, ja lyhyeksimyynnin sääntelyn tietyt vaikutukset voidaan arvioida lopullisesti vasta seuraavan finanssimarkkinoiden tavallista epävarmemman toimintaympäristön olosuhteissa.

Lainsäätäjä on onnistunut luomaan yhtenäisen sääntelyn EU:n jäsenmaiden välille, joka jo sinällään täyttää monia funktioita. Keskeisenä yhtenäinen sääntely lisää markkinoiden ennakoitavuutta ja yhtenäisyyttä, mikä parantaa markkinoiden yleistä luotettavuutta. Arvopaperien parantunut selvitysjärjestelmä ja sen toiminta ovat keskeisesti vähentäneet markkinahäiriöitä ja vähentänyt ulkoiskustannuksia. Arvopapereiden selvityksessä on havaittu selvää parantumista, mikä johtuu sääntelyn useista vaatimuksista. Selvityksen paranemiseen keskeisiä tekijöitä ovat kattamattoman lyhyeksimyynnin kieltä sekä varsinaiseen selvitysjärjestelmään liit-

tyvät vaatimukset kuten keskusvastapuolen ostovelvollisuus ja kustannukset ja sanktiot osapuolelle, joka ei toimita arvopapereita ajoissa.

Avoimuuden ja läpinäkyvyyden lisäämisen sekä markkinoiden tehokkuuden kannalta sääntelyn lopullisista vaikutuksista on toistaiseksi hieman ristiriitaisia tutkimuksia, joten niiden kokonaisarviointi on hieman ongelmallista. Avoimuuden ja läpinäkyvyyden lisääminen finanssimarkkinoilla on lähtökohtaisesti positiivinen asia, sillä se vähentää epäsymmetrisen informaation aiheuttamia ongelmia. Lyhyeksi myyntiin liittyvien monimutkaisten tekijöiden vuoksi voidaan kuitenkin kysyä, onko avoimuuden ja läpinäkyvyyden lisääminen tietyn rajan yli jopa ongelmallista, ja voiko siitä aiheutua ongelmia, joita lainsäätäjä ei hahmottanut tarpeeksi asetusta säädettäessä, kuten esim. markkinoiden väärinkäytöstilanteet. Lisäksi asetetuista ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuuden rajoista huolimatta ei välttämättä päästä kuitenkaan viranomaisten ja markkinaosapuolten näkökulmasta tilanteeseen, jossa asetuksen mukaiset vaatimukset vastaisivat todellista tilannetta (esim. Outotec Oyj, Outokumpu Oyj).

Markkinoiden tehokkuudesta ja toimivuudesta voidaan myös katsoa olevan ristiriitaista informaatiota toistaiseksi. ESMA:n mukaan asetuksen voimassaolon aikana tehdyt viranomaisien rajoitukset lyhyeksi myynnille ovat jopa parantaneet markkinoiden tehokkuutta, kun taas vastaavasti on tehty muita tutkimuksia, joiden tulokset ovat olleet negatiivisia arvopaperin tehokkuuden näkökulmasta. Keskeisenä mahdollisena ongelmana markkinoiden tehokkuudelle voi olla markkinatakaajien asema sääntelyn mukaan, vaikka markkinatakaajille on asetettu aika paljonkin erilaisia poikkeuksia. Sääntely ja sen vaikutukset markkinoiden tehokkuuteen voidaan analysoida vasta seuraavan finanssimarkkinoita koskettavan laajemman häiriötilanteen aikana. Lainsäätäjä katsoi EU:n osalta, että lyhyeksi myynnin osalta ei ole syytä säädellä erikseen esimerkiksi osakeanteihin liittyvää kaupankäyntiä toisin kuin Yhdysvalloissa. Lainsäätäjä todennäköisesti arvioi, että tehokkuuden osalta ei ole syytä rajoittaa lyhyeksi myyntiä, ja toisaalta sitä, että osakkeenomistajat voivat kattamattoman lyhyeksi myynnin kiellon myötä itse kontrolloida sitä, lainaavatko osakkeitaan osakeantien yhteydessä. Suomessa havaittiin, että esimerkiksi Outokumpu Oyj:n osakeannissa 2014 lyhyeksi myyjät yrittivät hyötyä osakeanteihin usein liittyvästä kurssikehityksestä.

Lyhyeksimyntiasetuksen tavoitteiden toteutumisen ja lainsäätäjän onnistumisen lopullinen arviointi vaatii pidemmän ajanjakson tarkastelun, ja lisäksi vaaditaan erilaisia markkinaolosuhteita, jotta kaikki mahdolliset vaikutukset voidaan lopullisesti arvioida. Lainsäätäjä on selkeästi onnistunut tiettyjen tavoitteiden täyttämisessä. Arvopaperien selvitysjärjestelmä ja sen toimivuus ovat parantuneet sääntelyn myötä, yhtenäinen sääntely jäsenmaissa parantaa kaikkien markkinaosapuolten ennakoitavuutta ja luotettavuutta ja lisäksi sääntelyn myötä kansalliset viranomaiset voivat ryhtyä toimenpiteisiin tiettyjen sääntelyn määrittelemien ehtojen täyttyessä. Lisäksi lyhyeksimyntiin liittyvän informaation avoimuus ja läpinäkyvyys ovat lisääntyneet asetuksen myötä selvästi.

Lyhyeksimyntiasetuksen säännöksissä on tutkimuksen mukaan kuitenkin joitakin säännöksiä, jotka voivat vaatia asetuksen kehittämistä lähitulevaisuudessa. Finanssimarkkinoiden toimivuuden kannalta tehokkuus on keskeinen tekijä, ja myös lyhyeksimyynnin osalta tulee jatkossa arvioida sääntelyn ja tehokkuuden suhdetta toisiinsa. Keskeisenä huolena lyhyeksimyynnin sääntelyssä on se, että markkinatakaajien asema on heikentynyt poikkeuksista huolimatta liikaa. Tämän vuoksi ESMA:n ja kansallisten viranomaisten tulee jatkuvasti arvioida sitä, että lyhyeksimyynnin sääntelystä huolimatta markkinatakaajat pystyvät suorittamaan toimintaansa kaikissa markkinaolosuhteissa tyydyttävällä tasolla, ja tähän tulee sääntelyn kehittämisessä kiinnittää huomiota. Lisäksi kansallisten viranomaisten tulee käyttää hyvää harkintavaltaa, kun rajoitteita tai kieltoja asetetaan. Tämä vaatii kansallisilta viranomaisilta ja ESMA:lta laajaa osaamista finanssimarkkinoista ja niiden toiminnan keskeisistä tekijöistä.

Toinen keskeinen tekijä lyhyeksimyynnin sääntelyn tavoitteiden täyttymisen kannalta on se, että jäsenmaat soveltavat yhtenäisesti lyhyeksimyynnin sääntelyä. Lyhyeksimyynnin sääntelylle asetetut tavoitteet täytetään vain, mikäli kansalliset viranomaiset soveltavat mahdollisimman yhtenäisesti lyhyeksimyntiasetuksen säännöksiä. Tämän vuoksi esim. Italian ja Suomen kansallisten arvopaperimarkkinaviranomaisten tulisi soveltaa mahdollisimman yhtenäisesti säännöksiä, jotta jäsenmaiden välillä ei synny liian erilaisia markkinoita, jotka voivat vaikuttaa jopa pääomien liikkuvuuteen. ESMA:lla on merkittävä rooli myös tulevaisuudessa siinä, että lyhyeksimyynnin sääntelyä sovelletaan jäsenmaissa mahdollisimman yhtenäisesti.

Tämän tutkimuksen mukaan lyhyeksi-myynnin sääntelyn mukaiset ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuudet voivat vaatia kehittämistä tulevaisuudessa. Liika avoimuus ja läpinäkyvyys voi luoda uusia ongelmia lyhyeksi-myynnin osalta, ja toisaalta ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuudella ei ole pystytty poistamaan täysin epäsymmetrisen informaation ongelmaa. Lähinnä vaihtoehtona nykyiselle sääntelylle tutkimuksen mukaan ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuus voitaisiin säädellä niin, että kaikki lyhyeksi-myynnit tulisi ilmoittaa viranomaisille, mutta avoimet lyhyeksi-myynnit julkaistaisiin harvemmin arvopaperimarkkinoille, esimerkiksi kerran kuukaudessa kuten Yhdysvalloissa. Lisäksi Euroopassa voidaan joutua harkitsemaan myös erikoistilanteiden sääntelyä kuten osakeantitilanteet. Lainsäätäjä arvioi kuitenkin lyhyeksi-myynnintasetuksen osalta, että markkinoiden tehokkuuden kannalta lyhyeksi-myyntiä ei rajoiteta osakeantien yhteydessä, ja toisaalta osakkeenomistajille on kontrolli osakelainauksesta. Osakeantien yhteydessä rajoitettu lyhyeksi-myynti on myös hieman ristiriitainen, sillä toisaalta lyhyeksi-myynnin rajoittaminen osakeantien yhteydessä voi heikentää markkinoiden tehokkuutta, mutta toisaalta lyhyeksi-myynnin salliminen voi luoda lyhyeksi-myymyjille ja osakkeenomistajien välille intressiristiriitoja.

Lyhyeksi-myynnintasetus toi yhtenäisen lyhyeksi-myynnin sääntelyn EU:hun, ja sääntelyllä on sääntelyteorian mukaisesti onnistuttu vähentämään lyhyeksi-myyntiin liittyviä markkinahäiriöitä ja ulkoiskustannuksia. Sääntelyn aikataulu ja muut seikat ovat voineet kuitenkin vaikuttaa siten, että kaikki sääntelyn tavoitteet eivät ole täyttyneet tai sääntely ei ole optimaalisella tasolla. Sääntelyssä erityisen keskeistä on markkinoiden tehokkuuden säilyminen sääntelystä huolimatta. Tämän vuoksi lainsäätäjä joutuu todennäköisesti kehittämään tiettyjä lyhyeksi-myynnin sääntelyn osa-alueita uudelleen. Jatkotutkimuksen kohteita ovat ne osa-alueet, joilla tutkimuksen mukaan arveltiin olevan mahdollisesti negatiivisia vaikutuksia tai alueita, joilla tutkimuksen mukaan arveltiin kehittyvän sääntelystä uusia ongelmia. Eräänä jatkotutkimuksen kohteena on vertailla EU:n jäsenmaiden ja sääntelyn soveltamista eri jäsenmaissa, eli esimerkiksi miten paljon ja millaisia rajoituksia eri jäsenmaissa on asetettu. Tämä vaatii kuitenkin pidemmän ajanjakson tutkimustietoa sääntelyn voimassaolosta.

**LIITE 1: Esimerkki avoimista lyhyistä positioista, Finanssivalvonta 6.5.2014**

Ilmoitusvelvollinen	Liikkeeseenlaskija	Netto lyhyt pos.	Laskentapäivä
AQR CAPITAL MANAGEMENT, LLC	CARGOTEC OYJ	1	16.4.2014
BLACKROCK INSTITUTIONAL TRUST COMPANY, NATIONAL ASSOCIATION	CARGOTEC OYJ	0,5	19.3.2014
AKO CAPITAL LLP FOR AKO MASTER FUND LIMITED	CARGOTEC OYJ	1,36	8.1.2014
ABC ARBITRAGE ASSET MANAGEMENT	CRAMO OYJ	0,51	26.11.2013
ODEY ASSET MANAGEMENT LLP	KEMIRA OYJ	1,25	3.10.2013
SCOPIA CAPITAL MANAGEMENT LLC	KONE OYJ	0,5	24.4.2014
VIKING GLOBAL INVESTORS LP	KONE OYJ	1,6	28.3.2014
COATUE MANAGEMENT, L.L.C.	KONE OYJ	0,8	10.2.2014
JPMORGAN ASSET MANAGEMENT (UK) LTD	KONECRANES OYJ	0,75	24.4.2014
UBS GLOBAL ASSET MANAGEMENT (UK) LTD	KONECRANES OYJ	0,74	18.3.2014
BLUE RIDGE CAPITAL, L.L.C.	METSO OYJ	0,99	23.4.2014
MARSHALL WACE LLP	METSO OYJ	0,53	16.4.2014
ODEY ASSET MANAGEMENT LLP	METSO OYJ	0,78	4.4.2014
MARSHALL WACE LLP	NESTE OIL OYJ	0,72	2.5.2014
MAVERICK CAPITAL, LTD.	NESTE OIL OYJ	1,09	2.5.2014
D. E. SHAW & CO., L.P.	NESTE OIL OYJ	1,2	25.4.2014
BLOOM TREE PARTNERS, LLC	NESTE OIL OYJ	0,55	27.3.2014
CQS (LLP) UK	NOKIA OYJ	0,61	29.4.2014
	NOKIAN RENKAAT OYJ	1,1	27.3.2014
AQR CAPITAL MANAGEMENT, LLC	NOKIAN RENKAAT OYJ	0,94	24.3.2014
AKO CAPITAL LLP FOR AKO MASTER FUND LIMITED	NOKIAN RENKAAT OYJ	1,81	11.2.2014
SIMON HOLLAND TURIYA ADVISORS ASIA LIMITED	NOKIAN RENKAAT OYJ	1,62	4.12.2013
TURIYA ADVISORS ASIA LIMITED	NOKIAN RENKAAT OYJ	0,95	1.11.2013
ETON PARK INTERNATIONAL LLP	OUTOKUMPU OYJ	0,62	14.4.2014
ADAGE CAPITAL MANAGEMENT L.P.	OUTOKUMPU OYJ	3,01	9.4.2014
LUXOR CAPITAL GROUP, LP	OUTOTEC OYJ	1,21	30.4.2014
BLACKROCK INVESTMENT MANAGEMENT (UK) LTD	OUTOTEC OYJ	1,08	30.4.2014
GREENLIGHT CAPITAL, INC.	OUTOTEC OYJ	1,06	30.4.2014
MARSHALL WACE LLP	OUTOTEC OYJ	1,48	29.4.2014
CITADEL EUROPE LLP	OUTOTEC OYJ	0,53	29.4.2014
GLG PARTNERS LP	OUTOTEC OYJ	0,91	22.4.2014
UBS O'CONNOR LIMITED	OUTOTEC OYJ	0,57	30.1.2014
CARLSON CAPITAL UK LLP	OUTOTEC OYJ		

## **LIITE 2: Finanssivalvonnan ohjeellinen rikemaksutaulukko, lyhyksimyynti 6.5.2014**

### **EU:n lyhyksimyyntiasetuksen (N:o 236/2012) mukaisen tiedonantovelvollisuuden laiminlyönti (luonnollinen henkilö) (5 artiklan 1 kohta, 7 artiklan 1 kohta ja 8 artikla)**

25. Tietoja ei ole ilmoitettu asetuksessa säädetyllä tavalla; 500–1 000 euroa
26. Tietoja ei ole ilmoitettu asetuksessa säädetyllä tavalla ja tietojen puute on ollut omiaan vaikuttamaan olennaisesti Finanssivalvonnan tai sijoittajien tiedonsaantiin; 1 000–10 000 euroa.

### **EU:n lyhyksimyyntiasetuksen (N:o 236/2012) mukaisen tiedonantovelvollisuuden laiminlyönti (oikeushenkilö) (5 artiklan 1 kohta, 7 artiklan 1 kohta ja 8 artikla)**

Tietoja ei ole ilmoitettu asetuksessa säädetyllä tavalla; 5 000–10 000 euroa  
Tietoja ei ole ilmoitettu asetuksessa säädetyllä tavalla ja tietojen puute on ollut omiaan vaikuttamaan olennaisesti Finanssivalvonnan tai sijoittajien tiedonsaantiin; 10 000–100 000 euroa.

### **EU:n lyhyksimyyntiasetuksen (N:o 236/2012) mukaisen rajoituksen rikkominen (luonnollinen henkilö) (12 artiklan 1 kohta, 13 artiklan 1 kohta ja 14 artiklan 1 kohta)**

Rajoituksia on rikottu; 500–5 000 euroa  
Rajoituksia on rikottu ja rikkomus on ollut olennainen; 5 000–10 000 euroa.

### **EU:n lyhyksimyyntiasetuksen (N:o 236/2012) mukaisen rajoituksen rikkominen (oikeushenkilö) (12 artiklan 1 kohta, 13 artiklan 1 kohta ja 14 artiklan 1 kohta)**

Rajoituksia on rikottu; 5 000–10 000 euroa  
Rajoituksia on rikottu ja rikkomus on ollut olennainen; 10 000–100 000 euroa.

### **Finanssivalvonnan EU:n lyhyksimyyntiasetuksen (N:o 236/2012) nojalla tekemän päätöksen rikkominen (luonnollinen henkilö) (18 artiklan 1 kohta ja 19 artiklan 2 kohta)**

Tietoja positiosta ei ole ilmoitettu tai julkistettu; 2 000–10 000 euroa  
Muutoksista rahoitusvälineiden lainauksesta perittävistä maksuissa ei ole ilmoitettu; 1 000–10 000 euroa.

### **Finanssivalvonnan EU:n lyhyksimyyntiasetuksen (N:o 236/2012) nojalla tekemän päätöksen rikkominen (oikeushenkilö) (18 artiklan 1 kohta ja 19 artiklan 2 kohta)**

Tietoja positiosta ei ole ilmoitettu tai julkistettu; 10 000–100 000 euroa  
Muutoksista rahoitusvälineiden lainauksesta perittävistä maksuissa ei ole ilmoitettu; 5 000–100 000 euroa.

**LIITE 3: Outokumpu Oyj, osakelaina 1.1.-6.5.2014, lainan määrä ja hinta (bps), Lähde:****Markit**

Date	Quantity on Loan	Share Price	Share Price Currency	Stock Loan Fee ( Bps)
25.4.2014	344 011 104	0,215	EUR	79,15
24.4.2014	330 237 344	0,213	EUR	86,46
23.4.2014	376 858 592	0,206	EUR	103,99
22.4.2014	390 027 136	0,198	EUR	119,12
21.4.2014	392 394 048	0,190	EUR	118,93
18.4.2014	392 278 336	0,190	EUR	118,89
17.4.2014	394 940 128	0,190	EUR	121,60
16.4.2014	394 190 048	0,186	EUR	149,82
15.4.2014	434 530 016	0,177	EUR	171,06
14.4.2014	476 087 360	0,177	EUR	193,28
11.4.2014	508 833 984	0,180	EUR	373,00
10.4.2014	535 336 064	0,188	EUR	511,65
9.4.2014	306 294 528	0,183	EUR	809,57
8.4.2014	308 024 960	0,168	EUR	1 153,65
7.4.2014	291 295 872	0,161	EUR	1 916,48
4.4.2014	173 831 616	0,173	EUR	4 222,43
3.4.2014	178 648 336	0,188	EUR	5 196,04
2.4.2014	176 494 336	0,189	EUR	5 131,39
1.4.2014	174 401 392	0,188	EUR	5 098,53
31.3.2014	173 065 392	0,193	EUR	5 024,05
28.3.2014	168 142 016	0,180	EUR	4 641,61
27.3.2014	156 570 016	0,183	EUR	4 104,94
26.3.2014	155 077 024	0,193	EUR	4 063,82
25.3.2014	150 031 248	0,191	EUR	3 746,80
24.3.2014	150 060 576	0,200	EUR	3 596,26
21.3.2014	148 916 576	0,189	EUR	3 491,28
20.3.2014	145 505 584	0,180	EUR	3 103,80
19.3.2014	142 080 576	0,170	EUR	2 949,68
18.3.2014	135 772 848	0,160	EUR	2 875,00
17.3.2014	131 299 832	0,150	EUR	2 727,62
14.3.2014	128 485 832	0,138	EUR	2 318,26
13.3.2014	129 572 832	0,142	EUR	2 249,37
12.3.2014	133 610 736	0,142	EUR	2 179,55
11.3.2014	145 939 568	0,147	EUR	1 272,36
10.3.2014	148 744 560	0,149	EUR	1 178,69
7.3.2014	151 007 808	0,170	EUR	1 149,61
6.3.2014	148 345 840	0,171	EUR	1 088,25
5.3.2014	152 188 512	0,169	EUR	1 030,94
4.3.2014	151 631 904	0,163	EUR	1 004,64
3.3.2014	151 487 152	0,165	EUR	1 002,11
28.2.2014	150 069 232	0,150	EUR	1 005,72
27.2.2014	148 979 232	0,137	EUR	998,59
26.2.2014	148 979 232	0,138	EUR	991,72
25.2.2014	148 673 936	0,138	EUR	984,64
24.2.2014	147 978 048	0,137	EUR	977,51

21.2.2014	147 928 032	0,137	EUR	976,11
20.2.2014	147 928 032	0,137	EUR	966,16
19.2.2014	147 828 032	0,140	EUR	965,34
18.2.2014	147 368 736	0,141	EUR	962,09
17.2.2014	145 726 048	0,141	EUR	952,07
14.2.2014	145 671 136	0,137	EUR	945,52
13.2.2014	145 445 792	0,140	EUR	915,43
12.2.2014	145 244 752	0,143	EUR	915,04
11.2.2014	146 359 664	0,142	EUR	913,36
10.2.2014	146 636 768	0,140	EUR	912,77
7.2.2014	145 489 680	0,143	EUR	896,74
6.2.2014	145 114 688	0,140	EUR	896,43
5.2.2014	145 557 680	0,135	EUR	897,14
4.2.2014	146 017 264	0,143	EUR	909,81
3.2.2014	145 735 264	0,147	EUR	905,94
31.1.2014	144 691 392	0,151	EUR	902,71
30.1.2014	145 265 552	0,157	EUR	903,64
29.1.2014	145 903 008	0,150	EUR	892,16
28.1.2014	146 381 520	0,153	EUR	841,24
27.1.2014	144 877 824	0,144	EUR	835,67
24.1.2014	144 536 768	0,148	EUR	809,71
23.1.2014	143 504 880	0,161	EUR	796,44
22.1.2014	143 516 368	0,170	EUR	796,54
21.1.2014	143 882 128	0,170	EUR	786,31
20.1.2014	143 734 336	0,172	EUR	781,19
17.1.2014	144 223 824	0,173	EUR	775,49
16.1.2014	145 597 712	0,175	EUR	756,24
15.1.2014	146 862 704	0,163	EUR	741,55
14.1.2014	148 011 632	0,155	EUR	732,07
13.1.2014	148 361 184	0,161	EUR	712,37
10.1.2014	150 548 176	0,140	EUR	708,76
9.1.2014	150 518 720	0,140	EUR	708,39
8.1.2014	147 767 504	0,140	EUR	695,14
7.1.2014	147 201 920	0,139	EUR	689,56
6.1.2014	146 571 680	0,140	EUR	663,91
3.1.2014	146 643 248	0,140	EUR	660,71
2.1.2014	146 683 248	0,139	EUR	657,58
1.1.2014	146 958 256	0,142	EUR	652,82